全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从本杰明·格雷厄姆到彼得·林奇的“三代价值投资的演化体系”。第一本发现乔治·索罗斯应该归入价值投资者行列的书。

**人民币国际化之后，价值投资势必再度归来！**价值投资与题材投机并驾齐驱，**最终的王者非价值投资莫属！**




# 投资巨擘的圭臬

## 价值投资的谱系与四大圣手之道（上册）

魏强斌/著

**精彩演绎价值投资光辉历程**

本杰明·格雷厄姆
证券分析之父

沃伦·巴菲特
世界最亻

彼得·林奇
基金经理

乔治·索罗斯
反身炼金大师











经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从本杰明·格雷厄姆到彼得·林奇的**“三代价值投资的演化体系”**。**第一本发现乔治·索罗斯应该归入价值投资者行列的书。**

**人民币国际化之后，价值投资势必再度归来！**价值投资与题材投机并驾齐驱，**最终的王者非价值投资莫属！**




# 投资巨擘的圭臬

## 价值投资的谱系与四大圣手之道（上册）

魏强斌/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**图书在版编目（CIP）数据**

投资巨擘的圭臬：价值投资的谱系与四大圣手之道/魏强斌著. —2 版. —北京：经济管理出版社，2016.11

ISBN 978-7-5096-4543-7

Ⅰ. ①投… Ⅱ. ①魏… Ⅲ. ①股票投资 Ⅳ. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 188965 号

策划编辑：勇　生
责任编辑：勇　生　王　聪
责任印制：黄章平
责任校对：王　淼

出版发行：经济管理出版社
（北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层　100038）
网　　址：www. E-mp. com. cn
电　　话：（010）51915602
印　　刷：三河市延风印装有限公司
经　　销：新华书店
开　　本：787mm×1092mm/16
印　　张：30.75
字　　数：595 千字
版　　次：2016 年 11 月第 2 版　2016 年 11 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5096-4543-7
定　　价：108.00 元（上、下册）

**·版权所有　翻印必究·**
凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。
联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号
电话：（010）68022974　　邮编：100836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

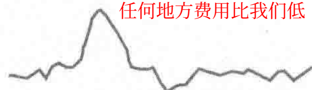
# 第二版序言
# 价值投资与题材投机

无论是欧美股市还是中国股市，投资与投机都是并存的，客观来讲，A 股的题材更为普遍一些，从投机起家的交易者在 A 股并不少见。写这篇新版自序的时候，A 股刚好经历了一年的牛熊轮回，投机过后鸡毛遍地，价值投资的最佳窗口逐渐来临，上证指数在 2800 点附近徘徊。是不是投机就一定是错的呢？是不是投资就一定增长很慢呢？我希望用实践来回答这些问题，而不是照搬主流的看法。从几万元、几十万元，几年内赚到几千万元、上亿元的人并非寥寥数人，他们靠的是投机，而且其中有客观规律可循，虽然也有一些运气的成分，但至少表明投机并非完全是胡搞。A 股市场上的成功投机我定义为"题材投机"，因为这些成功的投机大家们主要是基于对题材生命力和资金流向的预判而展开操作。但是，这类资金的增长是存在瓶颈的，当资金规模达到上亿元之后，投机变得危险起来，除非你缩减资本规模，而投资则可以容纳大得多的资本规模。成功的投机类型是"题材投机"，而成功的投资类型则是"价值投资"，那么什么是价值投资呢？

价值投资的核心在于评估价值，对于股票而言价值在于资产能够创造的未来现金流，而这些现金流之所以能够被创造出来是因为商业竞争力。因此，价值源于商业竞争力，股票投资的本质是商业活动。

不唯书，不唯上，只唯实！有人说价值投资在 A 股市场没用，要吃亏，有人说投机是歪门邪道，早晚要吃亏，我们不要被这些看似有道理的主流言论所迷惑，而应该看看市场上那些持续盈利者的特征和做法。实践是检验真理的唯一标准，我和周围人的实践表明，价值投资和题材投机都是 A 股市场上能够持续盈利的策略，只不过两者的资本规模和盈利速率存在差别。价值投资可以运用于任何资本规模，而题材投机则适合中小资金；价值投资的盈利速度是先慢后快，而题材投机的盈利速度是先快后慢；价值投资的根本是商业活动，题材投机的根本是资金流向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





本书讲的是价值投资的主要原理，以及不同的估值方法，邓普顿老先生曾经反复强调过大众普遍采用的方法很难赚钱，大家可以看下身边的股票交易者们采用的主要方法是什么，是价值投资呢？还是题材投机呢？都不是，他们往往采用的是纯技术交易策略，以K线和技术指标为主。

本书主要以价值投资的各项原理为中心展开，我的核心观点是价值投资的本质是商业活动，戳穿股票的面纱，你会见到价值的本质，那就是商业，全书所有的内容都是为了阐明这点。

股票价值的三大要素是什么？商业，商业，还是商业！

魏强斌

2016年10月18日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 前言 这是一个令人振奋的时代，价值投资势必“再度为王”

当今时代，中国乃至全世界都在经历一场前所未有的“新时代”。“中国概念”、“十年大财”、“八十年大牛市”跃然于新闻媒体之上，众口相传，似乎价值投资已经走到了舞台的边缘。但是价值投资者仍旧非常清醒，国内价值投资的代表人物段永基和林园纷纷表现出狂热气候下的超然冷静，而李嘉诚和巴菲特则卖出了高涨的H股，似乎这些人都在与历史趋势背道而驰，似乎价值投资注定要永远与大把的钞票无缘，但是让我们听听证券分析之父——本杰明·格雷厄姆50年前发出的醒世良言：**“新时代主义”认为，无论价格多么高，绩优股都可以作为稳健的投资对象，这种说法只不过是那些以投资之名疯狂地进行赌博行为的托词而已。**

价值投资的理念总是在牛市的时候遭到抛弃，价值投资的书籍总是在熊市中热卖，我们今天就是站在这里借助大师们的不厌教诲，站在巨擘们的肩膀上呼唤每个中国股民的价值投资意识，避免疯狂之后的追悔莫及。

每次股灾都是价值投资重拾王者风范的开端，每次股市走入熊市都是价值投资遍地找宝的良机。中国经济借助世界的风帆一定会大展宏图，但是股市过高的市盈率反映了“泡沫”爆裂的危险在增加。中国股市的高涨有着资金过剩的支撑，随着利率的上升和贸易的逐渐平衡，中国股市必定像一只漏了气的气球随风飘摇。在这个时刻，我们需要和沃伦·巴菲特、李嘉诚站到一起，勇敢地坚持价值投资。

世纪之交的网络股“泡沫”证明了价值投资的永恒魅力，击穿了那些“新时代”和“新经济”的幌子。无论熊市牛市，最终的胜利者都是价值投资者：在熊市的低沉和恐慌中，价值投资者们捡起那些大众丢弃的宝贝；在牛市的高涨和狂热中，价值投资者们谨慎地观望，趁机抛弃那些“价不称值”的家伙。牛市中疯狂的人们得到的只是短暂的纸上富贵，从来都难以落袋为安。

**本书以四位大师的卓绝投资智慧为准绳，以大师的亲身经历为载体，以中国股市**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**的狂热为背景，来一次价值投资的集中展示，帮助中国的每一位股民认识到什么叫投资，什么叫价值投资。60年的实践智慧表明，持久盈利的智慧和最后的胜者始终归于价值投资学派。**

上起本杰明·格雷厄姆，中继沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯，下至彼得·林奇，绵延不息的价值投资血统，在中国也有其血亲。本杰明·格雷厄姆首开证券分析之先河，提出价值投资的目的在于寻找隐藏价值；沃伦·巴菲特的博学笃行在隐藏价值上增加了无形价值，将市场性专利引入价值投资体系；乔治·索罗斯虽非蒙受价值投资正统灌输，却也深得价值投资精髓，在其投资生涯中通过全球眼光发掘那些价值与价格严重背离的货币并实行炼金秘法，一次所获当以十亿计；彼得·林奇乃天纵之才，于冥冥之中悟到价值投资的新维度，将费雪的衣钵继承并发扬光大，专注于成长性，也就是将价值的时间维度提升到实际运用的高度。**“隐藏价值+无形价值+成长价值=最新价值投资”，这一等式提炼和凝聚了从格雷厄姆到巴菲特再到林奇的投资精髓，也是本书将要呈现给大家的价值投资新体系。**

在此我们背靠所有位列价值投资名人堂的大师们发出2008年度的股票市场最大预言：价值投资势必“再度为王”！

作　者

2007年12月27日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

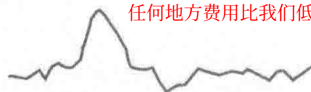
# Preface This is an inspiring age, value investment will be claimed King again!

Nowadays China and the entire world are going through an unprecedented "New Age". You see on newspapers "China Concept", "Ten-year Big Fortune", "Eight Decades of Bull Market" which are spoken by nearly everybody. It seems that value investment has been made marginal., Nevertheless value investors remain calm. Duan Yongji, and Lin Yuan, the two domestic representatives of value investment showcased us what outstanding calmness amongst mania is; while Li Ka-cheng and Buffett outrightly sold their handsomely appreciating H shares. It seems that these people are doing things against historical trends and value investment totally has nothing to do with large sum of notes. Well, let's just listen to the warning made by Father of Stock Analysis, Benjamin Graham 50 years ago, "New Ageism thinks that no matter how high the price is, a blue chip is always is a secured target for investment—this idea is just an excuse for crazy gambling under the name of investment."

The idea of value investment is always abandoned in a bull market while gets popular again in a bear market. Inspired by the repeated teachings of great masters, we are trying to reinvigorate the consciousness of value investment among Chinese shareholders so as to avoid future regrets and pains.

Each stock disaster turns to be the beginning of the revitalization of value investment; each bear market stands for a good chance for value investment to claim gains. Chinese economy is surely going to play a big role on the world stage, but a too high p/e ratio in the stock market means that the risk of bubble blast is increasing. Currently the rising Chinese stock market is backed by excessive fund; as the interest rate goes up and trade achieves balance, the future of Chinese stock market is rather volatile, just like a frustrated balloon. At this moment, we need to stand by the side of Buffett and Li Ka-shing and safeguard

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





value investment with bravery.

The web stock bubble at the turn of the new century proved the eternal charm of value investment and broke those New Age and New Economy myths. No matter the market is bull or bear, the value investor is always the final winner. He picks up the treasures discarded by the masses in the gloomy panic of a bear market, and watches cautiously in a bull market and is ready to abandon those unfavored stocks. People who act with craze in a bull market get temporary paper wealth only and never claim genuine fortunes.

This book exploits the unparallel wits of the four masters and showcases their investment experiences and magnifies these experiences in the Chinese stock market background. It aims at showcasing value investment and telling Chinese shareholders what investment is and what value investment us. Practices of 60 years have proved that the value investment school will reap long-lasting profits and the final victory.

We have Graham, Buffett, Soros and the lately Peter Lynch. The trace of the value investment chain could be found in China as well. Graham started stock analysis and told us that the aim of value investment is to seek hidden value; the knowledgeable and practical Buffett presented the idea of intangible value on the basis of hidden value thus incorporated market patent into the value investment system; although Soros is not a formal student of value investment, he gets the essence of it. In his investment history, he found out those currencies of which the price is severely far away from its value and used alchemy and made a fortune of billions; Lynch is a genius. He detected the new dimension of value investment and revitalized the teaching of Fisher and focuses on growth which actually means promoting the time dimension of value to a practical level. "Hidden value + intangible value + growth value = the latest value investment" —this formula is an distillation of the soul of investment by Graham and Buffett and is also the new value investment system that this book is going to present to the public.

**Relying on these masters of value investment, we proclaim for 2008 stock market: value investment will be the King again!**

**Authors**

**2007-12-27**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 导言 成为伟大交易者的秘密

◇ **伟大并非偶然!**

◇ **常人的失败在于期望用同样的方法达到不一样的效果!**

金融交易是全世界最自由的职业，每个交易者都可以为自己量身定做一套盈利模式。从市场中“提取”金钱的具体方式各异，而这却是金融市场最令人神往之处。但是，正如大千世界的诡异多变由少数几条定律支配一样，仅有的“圣杯”也为众多伟大的交易圣者所朝拜。我们就来一一细数其中的最伟大代表吧。

作为技术交易（Technical trading）的代表性人物，理查德·丹尼斯（Richard Dannis）闻名于世，他以区区2000美元的资本累计赚取了高达10亿美元的利润，而且持续了数十年的交易时间。更令人惊奇的是他以技术分析方法进行商品期货买卖，也就是以价格作为分析的核心。但是，理查德·丹尼斯的伟大远不止于此，这就好比亚历山大的伟大远不止于他建立了地跨欧亚非的大帝国一样，丹尼斯的“海龟计划”使得目前世界排名前十的CTA基金经理有六位是其门徒。“海龟交易法”从此名扬天下，纵横寰球数十载，今天中国内地也刮起了一股“海龟交易法”的超级风暴。其实，海龟交易法的核心在于两点：一是“周规则”蕴含的趋势交易思想；二是资金管理和风险控制中蕴含的机械和系统交易思想。所谓“周规则”（Weeks’ Rules），简单而言就是价格突破N周内高点做多（低点做空）的简单规则，“突破而作”（Trading as Breaking）彰显的就是趋势跟踪交易（Trend Following Trading）。深入下去，“周规则”其实是一个交易系统，其中首先体现了“系统交易”（Systematic Trading）的原则，其次是体现了“机械交易”（Mechanical Trading）的原则。对于这两个原则，我们暂不深入，让我们看看更令人惊奇的事实。

巴菲特（Warren Buffett）和索罗斯（Georgy Soros）是基本面交易（Fundamental investment & Speculation）的最伟大代表，前者2007年再次登上首富的宝座，能够时隔多年后二次登榜，实力自不待言，后者则被誉为“全世界唯一拥有独立外交政策的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



民”，两位大师能够“登榜首”和“上尊号”基本上都源于他们的巨额财富。从根本上讲，是卓越的金融投资才能使得他们能够“坐拥天下”。巴菲特刚踏入投资大门就被信息论巨擘认定是未来的世界首富，因为这位学界巨擘认为巴菲特对概率论的实践实在是无人能出其右，巴菲特的妻子更是将巴菲特的投资秘诀和盘托出，其中不难看出巴菲特系统交易思维的“强悍”程度，套用一句时下流行的口头禅“很好很强大”，恐怕连那些以定量著称的技术投机客都要俯首称臣。巴菲特自称85%的思想受传于本杰明·格雷厄姆的教诲，而此君则是一个以会计精算式思维进行投资的代表，其中需要的概率性思维和系统性思维不需多言便可以看出“九分”！巴菲特精于桥牌，比尔·盖茨是其搭档，桥牌运动需要的是严密的概率思维，也就是系统思维，怪不得巴菲特首先在牌桌上征服了信息论巨擘，然后又征服了整个金融世界。由此看来，巴菲特在金融王国的“加冕”早在桥牌游戏中就已经显出端倪！

索罗斯的著作一大箩筐，以《金融炼金术》最为出名，其中他尝试构建一个投机的系统。他师承卡尔·波普和哈耶克，两者都认为人的认知天生存在缺陷，所以索罗斯认为情绪和有限理性导致了市场的“盛衰周期”(Boom and Burst Cycles)，而要成为一个伟大的交易者则需要避免受到此种缺陷的影响，并且进而利用这些波动。索罗斯力图构建一个系统的交易框架，其中以卡尔·波普的哲学和哈耶克的经济学思想为基础，“反身性”是这个系统的核心所在。

还可以举出太多以系统交易和机械交易为原则的金融大师们，比如伯恩斯坦（短线交易大师）、比尔·威廉姆（混沌交易大师）等，太多了，实在无法一一述及。

那么，从抽象的角度来讲，我们为什么要迈向系统交易和机械交易的道路呢？请让我们给你几条显而易见的理由吧。

第一，人的认知和行为极其容易受到市场和参与群体的影响，当你处于其中超过5分钟时，你将受到环境的催眠，此后你的决策将受到非理性因素的影响，你的行为将被外界接管。而机械交易和系统交易可以极大地避免这种情况的发生。

第二，任何交易都是由行情分析和仓位管理构成的，其中涉及的不仅仅是进场，还涉及出场，而出场则涉及盈利状态下的出场和亏损下的出场，进场和出场之间还涉及加仓和减仓等问题，这些涉及多次决策，在短线交易中更是如此。复杂和高频率的决策任务使得带有情绪且精力有限的人脑无法胜任。疲劳和焦虑下的决策会导致失误，对此想必是每个外汇和黄金短线客都深有体会的。系统交易和机械交易可以流程化地反复管理这些过程，省去了不少心力成本。

第三，人的决策行为随意性较强，更为重要的是每次交易中使用的策略都有某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





程度上的不一致，这使得绩效很难评价，因为不清楚N次交易中特定因素的作用到底如何。由于交易绩效很难评价，所以也就谈不上提高。这也是国内很多炒股者十年无长进的根本原因。任何交易技术和策略的评价都要基于足够多的交易样本，而随意决策下的交易则无法做到这点，因为每次交易其实都运用了存在某些差异的策略，样本实际上来自不同的总体，无法用于统计分析。而机械交易和系统交易由于每次使用的策略一致，这样得到的样本也能用于绩效统计，所以很快就能发现问题。比如，一个交易者很可能在1，2，3，…，21次交易中，混杂使用了A、B、C、D四种策略，21次交易下来，他无法对四种策略的效率做出有效评价，因为这21次交易中四种策略的使用程度并不一致。而机械和系统交易则完全可以解决这一问题。所以，要想客观评价交易策略的绩效，更快提高交易水平，应该以系统交易和机械交易为原则。

第四，目前金融市场飞速发展，股票、外汇、黄金、商品期货、股指期货、利率期货，还有期权等品种不断翻新花样，这使得交易机会大量涌现，如果仅仅依靠人的随机决策能力来把握市场机会无疑于杯水车薪。而且大型基金的不断涌现，使得仅靠基金经理临场判断的压力和风险大大提高。机械交易和系统交易借助编程技术“上位”已成为了这个时代的既定趋势。况且，期权类衍生品根本离不开系统交易和机械交易，因为其中牵涉大量的数理模型运用，靠人工是应付不了的。

中国人相信人脑胜过电脑，这绝对没有错，但未必完全对。毕竟人脑的功能在于创造性解决新问题，而且人脑容易受到情绪和经验的影响。在现代的金融交易中，交易者的主要作用不是盯盘和执行交易，这些都是交易系统的责任，交易者的主要作用是设计交易系统，定期统计交易系统的绩效，并做出改进。这一流程利用了人的创造性和机器的一致性。交易者的成功，离不开灵机一动，也离不开严守纪律。当交易者参与交易执行时，纪律成了最大问题；当既有交易系统让后来者放弃思考时，创新成了最大问题。但是，如果让交易者和交易系统各司其职，则需要的仅仅是从市场中提取利润！

作为内地最早倡导机械交易和系统交易的理念提供商（Trading Ideas Provider），希望我们策划出版的书籍能够为你带来最快的进步，当然，金融市场没有白拿的利润，长期的生存不可能夹杂任何的侥幸，请一定努力！高超的技能、完善的心智、卓越的眼光、坚韧的意志、广博的知识，这些都是一个至高无上交易者应该具备的素质。请允许我们助你跻身于这个世纪最伟大的交易者行列！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# Introduction Secret to Become a Great Trader!

**◇ Greatness does not derive from mere luck!**

**◇ The reason that an ordinary man fails is that he hopes to achieve different outcome using the same old way!**

Financial trading is the freest occupation in the world, for every trader can develop a set of profit-making methods tailored exclusively for himself. There are various specific methods of soliciting money from market; while this is the very reason that why financial market is so fascinating. However, just like the ever-changing world is indeed dictated by a few rules, the only "Holy Grail" is worshipped by numerous great traders as well. In the following, we will examine the greatest representatives among them one by one.

As a representative of Techincal Trading, Richard Dannis is known worldwide. He has accumulated a profit as staggering as 1 billion dollar while the cost was merely 2000 bucks! He has been a trader for more than a decade. The inspiring thing about him is that he conducted commodity futures trading with a technical analysis method which in essence is price acting as the core of such analysis. Nevertheless, the greatness of Richard Dannis is far beyond this which is like the greatness of Alexander was more than the great empire across both Europe and Asia built by him. Thanks to his "Turtle Plan", 6 out of the world top 10 CTA fund managers are his adherents. And the Turtle Trading Method is frantically well-known ever since for a couple of decades. Today in mainland China, a storm of "Turtle Trading Method" is sweeping across the entire country. The core of Turtle Trading Method lies in two factors: first, the philosophy of trendy trading implied in "Weeks' Rules"; second, the philosophy of mechanical trading and systematic trading implied in fund management and risk control. The so-called "Weeks' Rules" can be simplified as simples rules that going long at high and short at low within N weeks since price breakthrough. While

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Trading as breaking illustrates trend following trading. If we go deeper, we will find that "Weeks' Rules" is a trading system in nature. It tells us the principle of systematic trading and the principle of mechanical trading. Well, let's just put these two principles aside and look at some amazing facts in the first place.

The greatest representatives of fundamental investment and speculation are undoubtedly Warren Buffett and George Soros. The former claimed the title of richest man in the world in 2007 again. You can imagine how powerful he is; the latter is accredited as "the only civilian who has independent diplomatic policies in the world". The two masters win these glamorous titles because of their possession of enormous wealth. In essence, it is due to unparalleled financial trading that makes them admired by the whole world. fresh with his feet in the field of investment, Buffett was regarded by the guru of Information Theory as the richest man in the future world for this guru considered that the practice by Buffett of Probability Theory is unparallel by anyone; Buffett' wife even made his investment secrets public. It is not hard to see that the trading system of Buffett is really powerful that even those technical speculators famous for quantity theory have to bow before him. Buffet said himself that 85% of his ideas are inherited from Benjamin Graham who is a representative of investing in a accountant's actuarial method which requires probability and systematic thinking. The interesting thing is that Buffett is a good player of bridge and his partner is Bill Gates! Playing bridge requires mentality of strict probability which is systematic thinking, no wonder that Buffett conquered the guru of Information Theory on bridge table and then conquered the whole financial world. From these facts we can see that even in his early plays of bridge, Buffett had shown his ambition to become king of the financial world.

Soros has written a large bucket of books among which the most famous is *The Alchemy of Finance*. In this book he tried to build a system of speculation. His teachers are Karl Popper and Hayek. The two thought that human perception has some inherent flaws, so their students Soros consequently deems that emotion and limited rationality lead to "Boom and Burst Cycles" of market; while if a man wants to become a great trader, he must overcome influences of such flaws and furthermore take advantage of them. Soros tried to build a systematic framework for trading based on economic ideas of Hayek and philosophic thoughts of Karl Popper. Reflexivity is the very core of this system.

I may still tell you so many financial gurus taking systematic trading and mechanical

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





trading as their principles, for instance, Bernstein (master of short line trading), Bill Williams (master of Chaos Trading), etc. Too many. Let's just forget about them.

Well, from the abstract perspective, why shall we take the road to systematic trading and mechanical trading? Please let me show you some very obvious reasons.

First. A man's perception and action are easily affected by market and participating groups. When you are staying in market or a group for more than 5 minutes, you will be hypnotized by ambient setting and ever since that your decisions will be affected by irrational elements.

Second. Any trading is composed of situation analysis and account management. It involves not only entrance but exit which may be either exit at profit or exit at a loss, and there are problems such as selling out and buying in. all these require multiple decision-makings, particularly in short line trading. Complicated and frequent decision-making is beyond the average brain of emotional and busy people. I bet every short line player of forex or gold knows it well that decision-making in fatigue and anxiety usually leads to failure. Well, systematic trading and machanical trading are able to manage these procedures repeatedly in a process and thus can save lots of time and energy.

Third. People make decisions in a quite casual manner. A more important factor is that people use different strategies in varying degrees in trading. This makes it difficult to evaluate the performance of such trading because in that way you will not know how much a specific factor plays in the N tradings. And the player can not improve his skills consequently. This is the very reason that many domestic retail investors make no progress at all for many years. Evaluation of trading techniques and strategies shall be based on plenty enough trading samples while it's simply impossible for tradings casually made for every trading adopts a variant strategy and samples accordingly derive from a different totality which can not be used for calculating and analysis. On the contrary, systematic trading and mechanical trading adopt the same strategy every time so they have applicable samples for performance evaluation and it's easier to pinpoint problems, for instance, a player may in first, second ... twenty-first tradings used strategies A, B, C, D. He himself could not make effective evaluation of each strategy for he used them in varying degrees in these tradings, but systematic trading and mechanical trading can shoot this trouble completely. Therefore, if you want to evaluate your trading strategies rationally and make quicker

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



progress, you have to take systematic trading and mechanical trading as principles.

Fourth. Currently the financial market is developing at a staggering speed. Stock, forex, gold, commodity, index futures, interest rate futures, options, etc, everything new is coming out. So many opportunities! Well, if we just rely on human mind in grasping these opportunities, it is absolutely not enough. The emergence of large-scale funds makes the risk of personal judgment of fund managers pretty high. Take it easy, anyway, because we now have mechanical trading and systematic trading which has become an irrevocable trend of this age. Furthermore, derivatives such as options can not live without systematic trading and mechanical trading for it involves usage of large amount of mathematic and physical models which are simply beyond the reach of human strength.

Chinese people believe that human mind is superior to computer. Well, this is not wrong, but it is not completely right either. The greatness of human mind is its creativity; while its weakness is that it's vulnerable to emotion and past experiences. In modern financial trading, the main function of a trader is not looking at the board and executing deals-these are the responsibilities of the trading system—instead, his main function is to design the trading system and examine the performance of it and make according improvements. This process unifies human creativity and mechanical uniformity. The success of a trader is derived from tow factors: smart idea and discipline. When the trader is executing deals, discipline becomes a problem; when existing trading system makes newcomers give up thinking, creativity becomes dead. If, we let the trader and the trading system do their respective jobs well, what we need to do is soliciting profit from market only!

As the earliest Trading Ideas Provider who advocates mechanical trading and systematic trading in the mainland, we hope that our books will bring real progress to you. Of course, there is no free lunch. Long-term existence does not merely rely on luck. Please make some efforts! Superb skill, perfect mind, excellent eyesight, strong will, rich knowledge—all these are merits that a great trader shall have to command. Finally, please allow us to help you squeeze into the queue of the greatest traders of this century!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 目录

## 上册

第一章 最赚钱的方法——价值投资 …… 001

在华尔街，那些从事股票投资的大资金拥有者和管理者都采用价值投资这种模式，除了指数投资者，这个市场上没有其他类型的投资者在资金规模上与价值投资者能一较高下。21世纪初的高科技泡沫破灭以后，价值投资再度回到华尔街的舞台中央，价值投资成为一个时髦的主流词汇，但是真正的价值投资者永远是那么少。价值投资中的集大成者与技术交易中的集大成者的财富根本不在一个级别上，巴菲特的个人财富是以百亿元计算，而技术分析中的顶尖大师也只能以亿为单位计算个人财富，技术分析大师的个人财富水平几乎没有超过10亿美元的。

第一节 华尔街最受宠爱的投资模式 …… 001

在华尔街，那些从事股票投资者的大资金拥有者和管理者都采用价值投资这种模式，除了指数投资者，这个市场上没有其他类型的投资者在资金规模上与价值投资者能一较高下。金融市场上确实有很多技术派的分析人士和咨询人士，但是在股票市场上几乎不可能纯粹靠技术分析来运作大量的资金。

第二节 价值投资的演化：四个维度，四个大师 …… 005

巴菲特发现了市场情绪导致价格大幅偏离价值，而索罗斯不光是发现了市场情绪这一扰动因素，还发现了信贷周期。信贷周期也会显著导致价格大幅偏离价值。情绪和流动性制造了非理性对手盘，而这为价值投资者提供了机会。

第三节 价值投资的八大原则 …… 010

凡是可以归纳成若干条简明条款的思想都会变得流行起来，我们也不妨在正文展开之前，先将各类书籍和材料中流传的价值投资的基本观念作一个不那么系统化的归纳，大致可以得出价值投资的九大原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章　隐形资产价值投资（空间宽度价值）——本杰明·格雷厄姆 ……………… 013

本杰明·格雷厄姆作为一代宗师，他的金融分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了几乎三代重要的投资者，如今活跃在华尔街的数十位拥有上亿美元资产的投资管理人都自称为格雷厄姆的信徒，他享有“华尔街教父”的美誉。格雷厄姆生前可能没有想到，他的名声居然会由一个比自己低两个辈分的年轻人，即沃伦·巴菲特来传承。

第一节　证券分析之父：本杰明·格雷厄姆 …………………………………… 013

以 40 美分的价格买进一美元的钞票，人若不能够立即接受这项概念，就永远不会接受它。它就像注射药剂。如果它无法立即抓住这个人，则我认为即使你长期地说服他，并且展示各种记录，你也无法让他接受。这是很单纯的概念，但他们就是无法领悟 。类似瑞克这样的人，他完全没有正式商学教育的背景，却可以立即领会价值投资法，并且在五分钟之后便加以利用。我从来不曾见过任何人，会在 10 年之后才逐渐地皈依这种方法。它似乎和智商或学术训练无关。它是顿悟，否则就是拒绝。

第二节　格雷厄姆智慧法则一：投资为王 …………………………………… 025

格雷厄姆认为，动机比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借款去买证券并希望在短期内获利的决策不管它买的是债券还是股票都是投机。在《证券分析》一书中，他提出了自己的定义：“投资是一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机。”

第三节　格雷厄姆智慧法则二：隐藏价值 …………………………………… 032

格雷厄姆决定拿隐瞒大量资产的公司作为入手处。他开始从上市公司本身、政府管理单位、新闻报道、内部人士等多种渠道收集资料，通过对这些收集到的资料进行研究分析，搜寻那些拥有大量隐匿性资产的公司。

第四节　格雷厄姆智慧法则三：绝不轻信 …………………………………… 042

在格雷厄姆看来，投机并不是一项好的投资，因为投机是建立在消息上面的，其风险非常高。当股价已升至高档的上端时，很难说哪一只股票没有下跌的风险，即便是绩优股也不例外。所以，从严格的意义上来讲，基于事实本身的投资和基于消息的投机，两者所蕴含的风险是截然不同的 。如果一家公司真的营运良好，则其股票所含的投资风险便小，其未来的获利能力一定比较高。同时，格雷厄姆还认为，风险在股市上是永远存在的，没有风险就没有股市，任何一个投资者要想成功，均需依靠行之有效的技巧来规避风险并进而获利。

第五节　格雷厄姆智慧法则四：分散投资 …………………………………… 049

格雷厄姆是组合投资的先驱之一，他认为投资者应合理规划手中的投资组合，一般手中应保持 25%的债券或与债券等值的投资和 25%的股票投资，另外 50%的资金可视股票和债券的价格变化而灵活分配其比重。当股票的盈利率高于债券时，投资者可多购买一些股票；当股票的盈利率低于债券时，投资者则应多购买债券。

第六节　格雷厄姆智慧法则五：要有耐心 …………………………………… 053

格雷厄姆主要基于静态价值进行投资，具体而言就是有形资产，通过对有形资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





为核心的价值进行评估，他得出了价值和价格之间的差值，通常而言，由于是基于静态价值评估，所以他基本上不管公司长期的成长和盈利情况，只要账面上的价值在股价上得到了体现，他就会抽回投资，投到下一个具有隐藏价值的公司上。所以，他的价值投资一定没有巴菲特那么长，他的盈利状况也没有巴菲特那么好，最为关键的是随着有形资产盈利能力的提高，随着证券分析技术的进步，格雷厄姆那种以有形资产为基础寻找隐藏价值的方法逐渐失去市场 。

第七节　格雷厄姆智慧法则六：安全边际 …… 057

价值投资的操作方法并不是使用复杂的公式做复杂的计算，而是格雷厄姆和巴菲特一直强调的“安全边际”。所谓“安全边际”指的是在作投资时，要以内在价值的显著折扣购入资产，以避免未来不可预知的风险。格雷厄姆说：“未来能用两种方法达到，一个可称为预测，一个可称为保护。”价值投资者面对未来不可预知的风险时，使用的是“安全边际”的操作原则，让自己得到保护。

第八节　格雷厄姆选股方法总结 …… 070

格雷厄姆的时代是一个有形资产为主的时代，资产的增值速度远远慢于今日，所以他自然是以资产而非收益为主来判断价值，这种评估价值的方法我们认为是建立在静态基础上的。他也知道公司的价值不仅存在于现在，更取决于未来，但是由于对投机泡沫和人类天性的顾忌，他基本上拒绝了那些不能定量化的东西进入他的研究视野中 。在他晚年的时候，也就是世界上第一颗芯片研发出来前后，他的思想也发生了变化。最为重要的推动因素有两个：第一，无形资产比如商誉，知识产权等开始与有形资产分庭抗礼；第二，会计制度的完善，财务和证券分析方法的普及，从业者素质的提高以及大量专业金融机构的出现，使得那种利用账面资产价值与内在价值偏差获取所以的方法慢慢在竞争中丧失了当初的效力。

第三章　无形资产价值投资（空间深度价值）——沃伦·巴菲特 …… 077

有人算过，如果再让巴菲特多活20年，整个美国的公司都会被他兼并，因为他一直以24%的复合增长率在增加其财富，似乎从来没有因为资金庞大而找不到投资对象。那些触角伸向全世界每个家庭的美国上市公司，很多都有巴菲特资金的影子，比如宝洁，比如可口可乐，比如吉列，比如耐克。可以说全世界的人都在通过某一产品与巴菲特的投资思想接触。

第一节　世界最伟大投资家：沃伦·巴菲特 …… 077

巴菲特如此伟大，作为全世界最伟大的投资者，他无愧于这个称号。巴菲特受益于格雷厄姆和菲利普·费雪两位投资思想家和实践先驱，他成熟后的投资总是寻找那些具有持续竞争优势的公司，据称他是第一个这样做的投资大师；他远离市场，而热衷于分析和观察公司，不仅查看财务报表，更为重要的是分析一些公司特征和收益前景；在买入股票上他恪守了格雷厄姆的“安全空间”理论。

第二节　巴菲特的智慧法则一：与时俱进 …… 079

巴菲特从小就立志做一个金融交易者，先从自学入手，接触了大量的金融交易文献，但是都不得其门而入，格雷厄姆给予了巴菲特第一次升华，由一个没有章法的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易者上升为定量分析专家，巴菲特取得了一次进步，之后巴菲特从事多年的投资实践，从同事身上学到不少经验，从事独立投资使得巴菲特开始学会企业经营之道，后来经过查理·芒格和费雪的引导，获得第二次飞跃。

第三节 巴菲特的智慧法则二：能力范围 …… 102

直到现在为止，正统的投资理论都认为人天生具备理性的思考能力，而且可以获得充分的信息以便进行全局和长期最优化的投资决策。其实，这显然误读了人的能力范围，无论是巴菲特还是索罗斯，他们都认为人的投资能力无论是从认知能力的角度还是信息处理的角度来看都存在明显的局限性。巴菲特用“能力范围”将自己从查理·芒格那里获取的心理学知识概括起来，而索罗斯则用“预定错误”预先就告诫自己任何判断可能存在的问题，然后在此基础上预先为投资失败留下退路，索罗斯的这些思想源自其父亲和卡尔·波普，前者认为人应该随时预见可能的灾难，而后者认为人的认识能力天生就存在缺陷。

第四节 巴菲特的智慧法则三：市场专利 …… 126

市场性专利是否在一家公司存在，也就是说一家公司是否具有市场性专利，通常需要经过如下三个步骤测试才能确定：第一，市场性专利存在的证据，主要从财务数据来分析；第二，市场性专利的来源，主要根据业务特点和市场性专利的既有两种类型来判断；第三，市场性专利的持续性，不同的市场性专利具有不同的有效期限，通常而言，价值投资应该选择那些具有二三十年以上市场性专利的企业。

第五节 巴菲特的智慧法则四：复利原理 …… 150

巴菲特的伟大之处就在于能够找到那些收益持久高于平均水平的公司长期持有。通过“市场专利”法则可以找到那些收益持久高于市场平均水平的公司，但是长期持有一家这样的公司为什么可以带来如此丰厚的收益呢？秘密就在于“复利原理”。长期持有之所以具有丰厚的回报，是因为复利原理的存在。如果没有复利的存在，则利润的增长将是算术化的，而非指数化的。人类的预期通常是按照直线运行的，所以总是无法直观地看到指数化增长的无穷力量。

第六节 巴菲特的智慧法则五：远离市场 …… 168

格雷厄姆认为一个投资者需要具备两个条件才能抵御情绪的影响：第一个条件是采用定量化的理性手段来分析股票，比如会计和财务分析方法；第二个条件是远离市场和投资人群。格雷厄姆告诫巴菲特，即使他掌握了定量化的分析手段仍然不能保障内心的平衡和理性，因为情绪很容易受到市场波动的影响，这时候定量分析反而可能助纣为虐。在掌握了理性分析方法之后，投资者仍然需要战胜自己的情绪。要战胜自己的情绪，最好的办法是远离市场。格雷厄姆以“市场先生”来比喻证券市场的极端无常。

第七节 巴菲特的智慧法则六：集中投资 …… 178

欧洲四大名将亚历山大、汉尼拔、恺撒和拿破仑都强调兵力集中的重要性，拿破仑甚至认为兵力集中是军事学上的第一定律。巴菲特的投资之道也是如此，作为一个经济学学生，他在大学就应该熟悉利润最大化的资源分配原则，那就是将资本优先配置给那些能够带来最大收益的项目，而不是平均分配。作为一个资本管理者，巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





自己也身体力行此原则，同时他对那些投资对象的筛选也会用到这条规则，那些善于留存收益的管理者为巴菲特所青睐，巴菲特坚持每一美元的投资必须用到收益最大的地方，如果企业管理者不能找到更好的再投资项目就应该把资本以红利的形式返还给股东。

第八节 巴菲特选股方法总结 …………………………………………………… 190

为了积累大量财富，就必须利用“复利原理”，因为指数化增长快于算术增长。“复利原理”法则的具体运用要从两个方面入手，一是延长投资期限，增大复利的指数部分，要做到这点一要“远离市场”，二是“集中投资”。运用复利原理的第二个方面是提高复利水平，这增大了复利的幂部分，要做到这点最为关键的是要“集中投资”于拥有“市场专利”，而且在“能力范围”之内的企业。其实，通过了“市场专利”筛选又处在“能力范围”之内的企业毕竟是少数，这又反过来促进了“集中投资”和长期投资。

## 下 册

第四章 成长性价值投资（时间价值）——彼得·林奇 ……………………… 197

《巴伦周刊》在千禧年的第一份杂志上这样评价林奇：“在过去的10年岁月里，他没有管理任何形式的公众基金，但是他仍旧是这个星球上最受欢迎和崇敬的基金经理。”而巴菲特作为大股东的《华盛顿邮报》则盛赞林奇是这个世界上最著名的基金经理人。要知道林奇当时已经退休多年，其业绩能够盖过千禧年前后的众多IT投资基金，这简直是个世纪奇迹。

第一节 全球第一基金经理：彼得·林奇 ………………………………………… 197

格雷厄姆着力于发掘那些有形资产没有得以准确入账的公司，这就是扩展了空间中的宽度价值，因为隐蔽的资产就是价值的宽度被遮盖后形成的。巴菲特着力发掘那些具有无形资产的公司，这些公司具有市场性专利，可以长期阻挠进入者，这就是增加了价值深度的发掘力度。而彼得·林奇则主要集中精力于发掘那些随着时间可以增值的公司，这类公司具有很高和很持久的成长速度，其实这就是林奇在发掘时间上的价值。

第二节 林奇的智慧法则一：成长为王 ………………………………………… 199

在选择成长股票的时候，我们可以很容易找到那些历史表现良好的股票，但是对于这些股票是否能够延续其以前的成长水平，我们经常需要做进一步的研究才能确定。这就是对成长的质量进行深入的剖析，对那些推动成长的要素进行分析，看看这些因素提供的成长动力是否充足。

第三节 林奇的智慧法则二：避免陷阱 ………………………………………… 217

很多公司都可以通过合法而复杂的会计手段来蒙蔽投资者，但是一家公司的现金流却很难说谎。一家经营正常的企业，其经营性现金流应该大致保持上升趋势，这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



才表明企业的业绩在稳步上升，利润在增长。有一种情况需要特别警惕，那就是如果一家公司的净利润在急剧增长，但是它的经营性现金流却处于停滞状态，或者增长十分缓慢。这通常表明销售收入的回款遇到了麻烦，该企业不能及时收回账款，或者是企业将一些预期的销售收入计入了账目中，从而增加了当期的利润水平，但是这些利润却是没有实现的。

第四节 林奇的智慧法则三：收益第一 …… 235

作为一个稳健而现实的投资者，我们应该从另外一种原因上涨的股票上寻找投资机会。这就是那些因为盈利而上涨的股票。这种上涨是必然的，也是可靠的，更是可持续的。只要盈利，那么股票的上涨就是可持续的。抛开企业的生命周期，过去几年的企业盈利水平一般是可以持续的，企业的经营业绩是有惯性的，历史是有用的，否则格雷厄姆就不会那么重视研究 5 年以上的经营历史了。林奇特别在意公司是否盈利，特别是未来的盈利水平是否可以在历史的基础上做到更好。

第五节 林奇的智慧法则四：组合投资 …… 250

在建立投资组合时，除了注意股票类型的平衡，还有注意买入的价格是否合理。林奇认为即使一个投资者买入了稳定增长型股票也不见得能够分散投资的风险，因为这个投资者可能在一个过高的价格上买入了这只股票。由于买价不合理地高，使得组合风险不但没有降低，反而变得更高。

第六节 林奇的智慧法则五：选择时机 …… 279

毕竟逐利是人类乃至万物的本性，任何资产之间收益差的显著和持续变动都会改变资产价格的趋势。在市场的顶部和底部形成中，资金是最为直接的因素，有些投资者认为市场情绪是最为主要的因素，其实情绪要转化为市场价格运动，必须是作用于手中握有资金的人，一个情绪激动的散户比不过一个情绪稍微波动的基金经理所发挥的影响。

第七节 林奇的智慧法则六：信息优势 …… 296

在林奇看来投资并不是面对枯燥的财务数据，也不是埋首于抽象推理，投资是生活的一部分，可以套用一句名言：“投资来源于生活，又高于生活。”林奇虽然是一位专业投资者，但是在专业投资者们看来他是一个离经叛道的人，因为林奇反对专业投资者的很多方法和规范，他曾经在自己的三本著作中对专业投资者大加批判，而且认为他们远远比不上那些业余爱好者。但是，林奇的业绩使得华尔街对他爱恨交加。

第八节 林奇选股方法总结 …… 317

林奇作为一个中线投资者，如此看重公司的收益，认为收益的历史、现状和未来决定着一只股票的历史和未来。林奇持有这一观点并不孤单，从价值投资大师身上我们可以清晰地看到同样的特征，即使像威廉·欧奈尔这样的强势股交易者也将收益看作最为关键的因素之一。可以这样说，林奇是以“收益第一”为准绳，以“成长为王”为核心，以“消息优势”为手段的投资大师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第五章 国际性价值投资（空间广度价值）——乔治·索罗斯 …………………… 329

1992 年，索罗斯抓住时机，成功地狙击英镑。这一石破天惊之举，使得惯于隐于幕后的他突然聚焦于世界公众面前，成为世界闻名的投资大师。从 1969 年建立“量子基金”至今，他创下了令人难以置信的业绩，以平均每年 35%的综合成长率令华尔街同行望尘莫及。他好像具有一种超能的力量左右着世界金融市场。他的一句话就可以使某种商品或货币的交易行情突变，市场的价格随着他的言论上升或下跌。

第一节 击败英格兰银行的金融大鳄：乔治·索罗斯 ……………………………… 329

索罗斯之所以是价值投资者，主要是因为三点：第一，他早期从事股票投资时运用了格雷厄姆时的隐蔽资产分析法；第二，他投资所采用的框架是“反身性理论”这一理论强调了价格对基本面的背离，同时也认为价格最终会对基本面进行回归，而他的交易就是要抓住背离后的回归运动，这与格雷厄姆不谋而合，格雷厄姆就是认为价值和价格的偏离造就了安全空间，而这就是价值投资获取收益的关键；第三，索罗斯从卡尔·波普那里获得了投资哲学的基础，这一投资哲学的核心是强调人的认识具有局限性，而这与费雪和巴菲特提出的“能力范围”理论不谋而合。

第二节 索罗斯的智慧法则一：反身回归 ………………………………………… 332

要精确地把握到金融产品的临界反转点，需要一定的知识储备，那么究竟需要哪些领域的知识呢？根据索罗斯本人的经历和投资哲学，一个成功的“金融炼金”大师必须对宏观经济和政治理论有深入的了解和结合实际的把握，更为重要的是他还能够明晰人性的弱点和缺陷，懂得群体心理学和变态心理学的精髓，与此同时他还能得到来自第一线的消息，也许这应该被称为“草根数据”。

第三节 索罗斯的智慧法则二：生存第一 ………………………………………… 354

金融交易中的“生存之道”在于保住资本，然后才是赚钱，无论是哪位交易大师，无论他信奉何种流派，只要他想通过实践的考验成为名副其实的大师，就需要坚持这一原则，巴菲特从格雷厄姆那里学到了保住资本的第一课，通过安全空间和分散投资来控制损失，后来费雪又教会他通过界定能力范围和集中投资来控制损失，索罗斯也经历了大师的教诲。卡尔·波普并非金融界人士，对于交易恐怕也一无所知，但是他的学说却滋养了索罗斯这样的金融大鳄。波普交给了索罗斯控制风险的一种哲学方法，这就是为自己的判断界定有效空间，也就是明确知道自己判断得以成立的基础。如果一项判断没有前提，则一定无法控制损失，因为根本不知道什么情况下它是错误的。

第四节 索罗斯的智慧法则三：全球投资 ………………………………………… 369

进行全球宏观交易必须熟知全球的金融动态和宏观经济以及政治形势。宏观对冲基金从事任何类型的金融品交易及各国的股票、政府债券、企业债券、外汇、贵金属、商品期货和金融期货。现在的宏观对冲基金并非遵循最初的避险式策略，而是以高杠杆为险要特征进行全球操作。正是由于宏观对冲基金这种高杠杆特性使得全球的金融市场承受了巨大的波动风险，从欧洲汇率机制的崩溃到东南亚经济危机，可以说对冲基金强大的杠杆使得那些本已聚集的泡沫迅速被刺穿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节 索罗斯的智慧法则四：全力出击 …… 381

第一，索罗斯的宏观价值交易方法必须依靠把握几年一次的重大宏观变动才能提供较高的回报率；第二，要把握这些重大的交易机会，需要做到三点：要理性，要有一个良好的观察世界变动的工具，要得到全力出击的机会。索罗斯借助“人类认识不完备性”理论和“可错性”思维来促成交易理性，而通过“反身性理论”和奥地利经济学来观察世界，通过集中资金于最大交易机会来做到“全力出击”。

第六节 索罗斯的智慧法则五：一流搭档 …… 391

索罗斯喜欢那些具有独立见解，而且绩效不凡的人才，而且他认为这类人才只有去不知名的小公司才能找到，因为这些角落通常有很多价值被严重低估的人力资本。在小公司当中，这些思维卓尔不群的人才能得到最大限度的自由发挥，毕竟小公司没有那么多的条条框框，宽松的环境可以给他们才能自由发挥的空间。小公司的从业经历经常被索罗斯看作一封非常有价值的求职信。

第七节 索罗斯的智慧法则六：预定错误 …… 402

哈耶克的经济周期理论，卡尔·波普的可证伪理论都在索罗斯的实验中加以检验，他成为了一个卓越的国际投资高手。在初期，他发掘欧洲那些存在格雷厄姆所谓隐形价值的公司，布雷顿森林体系瓦解后，他进入到外汇市场，成为了一位卓越的货币投资大师，通过评估货币的价值，他进行所谓的“反身回归”交易，这时候他更像那些卖空价值高估的投资者。无论如何，他都评估价值，然后进行交易，早年的时候他以买入价值低估的证券资产为主，到了20世纪90年代，他则以做空那些价值高估的货币资产为主。他是一位坚持价值投资的哲学王！

第八节 索罗斯投资方法总结 …… 411

索罗斯的关键投资体系主要是以“反身回归”为核心，以“生存第一”为基础构建起来的，其他的投资法则都是以此衍生出来的。索罗斯的“反身回归”法则与马克思的“价值规律”，格雷厄姆的“价值回归”和“安全空间”理念基本一致，都是强调资产价格在群体情绪和资金的推动下出现背离价值中枢的运动，但是价格回归价值中枢的运动是必然发生的。在索罗斯那里，“基本趋势”就是价值中枢，“主流偏向”就是群体情绪和资金引起的资产供求，“主流倾向”体现为价格运动。

附录一 20世纪全球十大顶尖基金经理简介 …… 421

附录二 2007年和2015年《福布斯》全球亿万富豪排行榜 …… 425

附录三 世界首席执行官排行榜（包括巴菲特和索罗斯） …… 435

附录四 著名宏观对冲基金简介 …… 437

附录五 菲利普·费雪的主要投资观点 …… 439

附录六 吉姆·罗杰斯的主要投资观点 …… 443

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录七　巴菲特犯下的错误 …… 445

结篇语　向大师们学习 …… 447

参考文献 …… 449

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




# 最赚钱的方法——价值投资

凡是接触价值投资的人，都能得到道！

——W.st.shocker

## 第一节 华尔街最受宠爱的投资模式

投资只有一种，就是价值投资。

——本杰明·格雷厄姆

虽然华尔街的绝大多数交易者们倾向于盲从和投机，但是本杰明·格雷厄姆开创的价值投资体系却在赢家那里大行其道。华尔街的机构投资者和专业投资人士中很少有人敢公开叫板价值投资的，你可以细数一下价值投资领域那些尚且在世的巨擘们。当今最有权势的投资者，几乎都是价值投资者，那些高杠杆的对冲基金经理也无法望其项背，遑论杰出的投机客。1972 年出版的《超级富豪》一书中，亚当·斯密斯列出了很多著名的交易大师，其中的大家很多都是价值投资者，而且几乎都是本杰明·格雷厄姆的学生，他们是沃伦·巴菲特，威廉·拉恩，沃尔勒·苏雷斯，马里奥·加贝里，查尔斯·布兰特以及欧文·卡恩等。巴菲特曾经连续好多年成为美国首富，

我们用交易者来统称投资者和投机者，虽然某些读者会刻意强调巴菲特不是交易者，而是投资者，但是不要忘记他是通过金融市场的交易来获得公司股份的，因此称其为交易者并无不当。“价值投资”和“题材投机”是最为主要的获利方式，在新兴市场当中，后者的使用更为普遍，而成熟的资本市场则以前者为主流。像特斯拉汽车这类股票交易，既可以看作是价值投资中的成长性投资，也可以看成是事件驱动的题材投机，也就是炒概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



软银更加注重成长性，特别是破坏性创新带来的成长性。据说，软银创始人孙正义在年轻时曾经花费多年的时间研究分析各个行业，将其进行对比，以便选择最具潜力的行业作为主攻方向。

而威廉·拉恩则是闻名遐迩的红杉资本创始人。现在中国国内的投资人士一定对红杉资本、黑石公司和**软银**三家投资基金非常熟悉。1984 年，巴菲特在母校哥伦比亚大学发表了一篇名为《格雷厄姆和多德的超级投资者们》的演讲，这次演讲之所以著名主要是因为文章使得大众开始发觉和领悟到价值投资的巨大威力，如此多的投资大家原来都是价值投资者，都是格雷厄姆的学生。

价值投资基于重大的驱动因素进行交易和持股，对风险的容忍度更高，对资金量的容纳度也很高。在次贷危机当中，对冲基金经理保尔森一战成名，盈利巨大，但是却不可能一直保持高速的资金增值率，这点与参与公司价值投资的巴菲特相比之下要逊色很多。

在华尔街，那些从事股票投资者的大资金拥有者和管理者都采用价值投资这种模式，除了指数投资者，这个市场上没有其他类型的投资者在资金规模**上与价值投资者能一较高下**。金融市场上确实有很多技术派的分析人士和咨询人士，但是在股票市场上几乎不可能纯粹靠技术分析来运作大量的资金。20 世纪的最后几年，新经济确实让不少投资者开始抛弃价值投资，转向动量交易一类的新技术。但是，格雷厄姆早在几十年前就做出了深刻的预言，他说：**"新时代主义认为无论价格多高，绩优股都可以作为稳健投资的工具的说法只不过是那些以投资之名行投机之实的赌博行为而已。"**多么深刻而准确的预言啊，千禧年互联网股票暴跌，那些认为价值投资过时的投资者再次领悟到了价值投资的魅力。曾经因为拒不介入高科技股而蒙受舆论压力的巴菲特再次显示了**"世界股王"的实力。**

不过 2010 年后的几年，巴菲特的两位得力助手取得独立决策的权力，开始介入一系列科技股票。从这点出发可以发现，巴菲特是与时俱进的，持有开放心态看待一切经验和原则，并非拘泥于以前的老经验。

历史上经常出现群众性的癫狂，市场上充满了各种传言和新时代的论点，大量的概念和美好预期充斥其中，一些本来微不足道的事件被看成是划**时代的标志**。2007 年上半年和 2015 年上半年的 A 股市场似乎类似于这种状态，公司的盈利状况被高价远远地抛离，无论是巴菲特，还是李嘉诚都对中国的股市敬而远之。我们应该保持清醒，静下心来，仔细读读那些价值投资大师的哲学和策略，然后再来比照一下现实世界，这样我们就会懂得更多，也变得更加理智，而非盲从。

这是题材投机与价值投资的最大区别。题材投机专注于新的重大概念，而价值投资则专注未来收益的贴现。

21 世纪初的高科技泡沫破灭以后，价值投资再度回到华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





尔街的舞台中央，价值投资成为一个时髦的主流词汇，但是真正的价值投资者永远是那么少。当年的证券投资界，存在三种占据主导地位的投资模式：第一种是价值投资模式，包括格雷厄姆的静态价值投资和费雪的静态价值投资；第二种模式是指数化投资和分散化组合投资，比如约翰·伯格创立的先锋基金；第三种模式是技术分析流派，其最为成功的运用者是威廉·欧奈尔，他的方法包含了很多基本面的成分，比如每股收益，同时这是一种类似跟庄的战法，所以只适合那些资金规模不大的个人投资者，其投资方法被简称为 **CANSLIM 体系**。

价值投资重在识别一种近乎不败的格局，然后参与其中，而欧奈尔的方法则是以关注其他玩家，特别是重量级玩家的动向为主。

指数化和分散化投资是为那些没有分析意愿和分析能力的投资者准备的，而价值投资者和技术分析则是为有分析意愿和分析能力的投资者做准备的。在股票市场上很难看到资金庞大的纯技术交易者，可能存在两个原因：第一个原因是他们本身的技术分析的基础并不扎实，这个原因目前来看还是不太站得住脚，因为现代行为金融学的某些理论支持技术分析的合理性；第二个原因是技术分析适合那些小规模的资金，一旦资金超过一定数量，则会打乱原本良好**的交易形态结构**。在那些流通性较好，成交量较大的金融市场上技术分析要好得多，比如外汇市场和国际贵金属市场以及美国国债市场、国际大宗商品市场等，要知道海龟交易者们占据了世界顶尖期货经理人的半数席位，就这点来看技术分析派**的能力也不可小觑**。

一旦玩家的体量超过某个规模，那么价格走势不过是你操作的影子而已。

不过，现在活跃的海归交易者们已经改变了纯粹的技术分析和决策框架。

但是，世界上最有钱的投资者还是价值投资者，比如巴菲特，比如拉恩，比如邓普顿，太多了。价值投资中的集大成者与技术交易中的集大成者的财富根本不在一个级别上，巴菲特的个人财富是以百亿计算，而技术分析中的顶尖大师也只能以亿为单位计算个人财富，技术分析大师的个人财富水平几乎没有超过 10 **亿美元的**。

技术分析是用来分析对手的，当你资金量过大的时候，你就无法通过技术分析来分析和决策了，这就好比一只追着自己尾巴跑的猫。

看看那些个人财富位居最高水平的个人投资者，几乎看不到纯技术分析的交易人士。这至少表明在目前的市场模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



A 股市场，专攻事件驱动的投机客们这几年更受大众追捧，虽然初始资金不多，但是增长迅速，这点我们不能否认。

下，技术分析很难为成功的交易者带来更高水平的财富数量级别。

所以，在华尔街谈论价值投资绝对是身份和地位的一个标志，也是一种时尚元素，但是这种情况总是处于周而复**始的轮回状态**。我们并不是要追逐时髦，我们需要的是能够长期赚取利润的法宝。

我们来看看格雷厄姆和三位还健在的投资大师的骄人业绩吧：

- 证券分析之父　本杰明·格雷厄姆　年复利水平为20%
- 世界上最伟大的投资者 沃伦·巴菲特　年复利水平为24.7%
- 全球第一基金经理　彼得·林奇　年复利水平为29%
- 打败英格兰银行的人　索罗斯　年复利水平为28.6%

按照巴菲特52年来的复利水平来看，如果你在第一年投入1000美元，则40年后将变成750万美元，而另外两个大师的年复利水平更高，40年后的复利将变得高几个数量级。表1–1是2007年福布斯杂志评选出来的全球富豪排行榜，我们截取了巴菲特和索罗斯的部分，可以看出巴菲特的财富位列第二。索罗斯则排在靠后的位置，不过在全球富豪榜上面他也非常显著了，要知道他还在抽取不少利润支持开放社会和慈善事业，这使得本来可以创造惊人复利的本金减少了，仅仅1994~2000年，索罗斯就捐出了超过25亿美元给自己的慈善基金会。表1–2显示的则是2015年福布斯全球富豪榜前十名，巴菲特资本增值速度开始放慢了。如果按照巴菲特此前年平均速度增值手头的资本，那么2009年应该就可以将520亿美元增值为648.44亿美元了，但直到2015年才608亿美元，这就是资本体量过大之后面临的巨大挑战了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**表 1-1 2007 年福布斯全球富豪排行榜**

| 排名 | 姓名 | 国籍 | 年龄 | 净资产（10 亿美元） | 居住地 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 比尔·盖茨（William Gates Ⅲ） | 美国 | 51 | 56.0 | 美国 |
| 2 | 沃伦·巴菲特（Warren Buffett） | 美国 | 76 | 52.0 | 美国 |
| 3 | 卡洛斯·斯利姆·埃卢（Carlos Slim Helu） | 墨西哥 | 67 | 49.0 | 墨西哥 |
| 4 | 坎普拉德家族（Ingvar Kamprad Family） | 瑞典 | 80 | 33.0 | 瑞士 |
| 5 | 拉克希米·米塔尔（Lakshmi Mittal） | 印度 | 56 | 32.0 | 英国 |
| 6 | 谢尔登·阿德尔森（Sheldon Adelson） | 美国 | 73 | 26.5 | 美国 |
| 7 | 贝尔纳德·阿尔诺（Bernard Arnault） | 法国 | 58 | 26.0 | 法国 |
| 8 | 阿曼西奥·奥尔特（Amancio Ortega） | 西班牙 | 71 | 24.0 | 西班牙 |
| 9 | 李嘉诚（Li Ka-shing） | 中国香港 | 78 | 23.0 | 中国香港 |
| 10 | 汤姆森家族（David Thomson Family） | 加拿大 | 49 | 22.0 | 加拿大 |
| 80 | 乔治·索罗斯（George Soros） | 美国 | 76 | 8.5 | 美国 |

**表 1-2 2015 年福布斯全球富豪榜 TOP10**

| 排名 | 姓名 | 财富（亿美元） | 公司 | 国籍 | 年龄 | 行业 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 比尔·盖茨 | 750 | 微软 | 美国 | 60 | 科技 |
| 2 | 阿曼西奥·奥特加 | 670 | Zara | 西班牙 | 79 | 零售 |
| 3 | 沃伦·巴菲特 | 608 | 伯克希尔·哈撒韦 | 美国 | 85 | 金融 |
| 4 | 卡洛斯·斯利姆·埃卢 | 506 | Telmex 和墨西哥美洲电信公司 | 墨西哥 | 76 | 电信 |
| 5 | 杰夫·贝佐斯 | 452 | 特亚马逊 | 美国 | 52 | 科技 |
| 6 | 马克·扎克伯格 | 446 | Facebook | 美国 | 31 | 科技 |
| 7 | 拉里·埃里森 | 436 | 甲骨文 | 美国 | 71 | 科技 |
| 8 | 迈克尔·布隆伯格 | 400 | 彭博社 | 美国 | 74 | 科技 |
| 9 | 查尔斯·科赫 | 396 | 科赫工业 | 美国 | 80 | 石油化工 |
| 9 | 大卫·科赫 | 396 | 科赫工业 | 美国 | 75 | 石油化工 |

# 第二节 价值投资的演化：四个维度，四个大师

长江后浪推前浪，世上新人换旧人。

——《增广贤文》

世界是发展的。

——卡尔·马克思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资有很多不同的具体形式。

——沃伦·巴菲特

价值投资不是一个确定性和僵硬的投资体系，它也和其他投资体系一样不断沿着最初的路径发生演化，本书就是要将价值投资的演化路径与本书四位主角联系起来。格雷厄姆开创了证券分析这门职业，同时将定量化的技术引入了证券交易事业，这与他所受的教育和所从事的职业密切相关。格雷厄姆在上大学的时候对数学非常热爱，对于经济学了解很少，对于金融更是一片茫然，大学毕业后从事金融方面的工作。在形成证券分析体系的过程中成了保险公司的管理者。数学的理论功底加上保险精算的经验，使得格雷厄姆将证券分析与数学和保险精算**结合起来**。在此基础上格雷厄姆发现市场的确定性只能在长期才能生效，他认为市场价格会产生倾向价值中枢的自**回归运动**。同时，格雷厄姆还经历了 1929 年的股市大崩盘，崩盘之前市场充满了各类美好的预期。经历这次股灾之后，格雷厄姆对动态价值充满怀疑，而且格雷厄姆时代的经济是以有形资产为主的，所以格雷厄姆最终以企业的有形资产作为价值评估的主要对象，这样他就建立起了静态的价值评估体系。这个体系主要考虑的是股价价格与资产账面价值之间的背离，以及没有反映到账面的有形资产，也就是所谓的隐蔽资产，隐形资产。格雷厄姆力图通过精密的计算找出那些被股票市场低估的账面价值，以及没有正确计入账**面价值的隐蔽资产**。后来彼得·林奇专门发展了隐蔽资产投资法来囊括这一类型的价值投资。格雷厄姆代表了价值投资的第一代领袖人物，他着眼于空间上的价值，主要是隐蔽资产，所以我们认为他是在价值的**宽度上进行了挖掘**。

格雷厄姆最杰出的弟子是沃伦·巴菲特，在最初使用格雷厄姆的方法时巴菲特就感到存在一些问题，部分是由于个人的原因，部分是由于方法本身的原因。首先谈个人的原因，巴菲特倾向于集中投资，虽然他并没有完全意识到这一点，

物竞天择，适者生存，变异才能带来更多的生存和复制机会。

每个投资大师都是他个人历史的产物，没有两个人的经历是一样的，因此也不会有完全一样的有效价值投资理论。一切有效的价值投资理论必然是个性化的，一切伟大的成功都是无法完全复制的。

投机者则不能迷信所谓的中值回归。

格雷厄姆着重于寻找被对手盘忽略掉的账面资产和有形资产。

格雷厄姆的《证券分析》出版前后，许多昔日在华尔街叱咤风云的投机巨擘们相继谢幕，这就是美国股市转型大背景导致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





但这确实是他的天性，而格雷厄姆的方法是基于保险式的精算原理，也就是大多数账面资产高于股价的股票都会上涨，但是格雷厄姆却不能确定具体哪些上涨，所以格雷厄姆就采用了分散式的投资策略来锁定大概率的收益，**规避小概率的风险**。但是巴菲特却并不是这样使用格雷厄姆式的静态价值分析法的，他倾向于集中投资，所以如果恰好遇到那些小概率的事件则会危及投资本金，巴菲特在纺织业务上的投资就遇到了这类情况。另外，格雷厄姆的方法本身也有问题，格雷厄姆习惯于通过财务报表来了解公司，这就形成了当今"在办公室里完成投资"的主流，公司调研往往是走形式，而这点影响了投资者对商业本身的了解和掌握，从而会使得投资者买入**那些前景不好的股票**。巴菲特经历了实践和理论上的困境后遇到了费雪和查理·芒格，从他们那里学到了商业分析方法和集中持股的原则，从此巴菲特开始有意识地集中持股，并且利用费雪的商业分析方法来研究公司的运营，公司的管理水平等，更为重要的是摆脱了单纯的抽象研究方法，开始将格雷厄姆的定量分析与费雪的定性**分析结合起来**。通过费雪的调查法和商业分析方法，巴菲特更加倾向于公司运营研究而不是财务研究，通过商业分析方法巴菲特规避了集中持股的弊端，同时提供了集中持股的收益。巴菲特很好地解决了实践和理论上的难题，成功地实现了投资生涯的第二次飞跃。在从师费雪的过程中，巴菲特认识到无形资产的价值，并且感觉到商业世界正在发生翻天覆地的变化，经济中的无形资产成分增加了，其收益也**占据了很大成分**。虽然，费雪也强调了成长性，但是巴菲特更多的是研究成长性的基础，也就是无形资产。无形资产的价值代表了价值在空间维度上的深度。**巴菲特开辟了价值投资第一个新维度，这就是无形资产投资。**虽然无形资产是公司成长性的基础，但是巴菲特却并没有费雪那么重视成长性，这主要是由于巴菲特受到格雷厄姆静态资产分析倾向的影响较深，所以没有向动态的成长**性价值继续深入**。**巴菲特作为第二代价值投资技术的**

格雷厄姆的方法偏重于防守，而巴菲特的方法则是攻守兼备。

价值投资的本质之一是商业！

格雷厄姆偏重于"数"，而费雪偏重于"理"！

巴菲特入行之后，美国以服务业为主的第三产业开始突飞猛进，大趋势形成。格雷厄姆是工业经济时代的投资大师，而费雪则是服务经济时代的投资大师。

近年来巴菲特投资 IBM 反映出他更加重视成长性这个因子，但是探究成长因素面临更大的不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**领袖人物，主要对无形资产价值进行了挖掘。**

格雷厄姆和巴菲特都是从空间的静态价值入手进行价值投资的，虽然巴菲特站在静态价值投资和动态价值投资的连接点处，但是他却并没有跨出这一步，看看巴菲特持有的主要公司类型就知道，他喜欢那些成长水平稳定，具有持久竞争优势的大公司。

彼得·林奇的出现使得价值投资顺利演化到第三代。**彼得·林奇将成长性看作自己整个价值投资的体系核心，彼得·林奇比巴菲特离费雪更近一些。**彼得·林奇将公司分为六种类型，分类主要是按照成长性来的，他将巴菲特和格雷厄姆投资类型顺理成章地纳入了六分法中，并在此基础上进行投资。林奇将费雪的调查法发挥到了极致，比如调查公司管理者、员工、客户和竞争者，实地考察销售情况等。这些都是费雪式的方法，但是林奇通过卓越的实践绩效证明了这些方法的有效性。13 年时间，林奇管理的基金由 2000 万美元增长到了 140 亿美元。林奇获得了全球第一基金经理的称号，这与他利用高成长性公司提高整体收益的努力密不可分。林奇继续了费雪未尽的投资事业，将成长性价值投资发扬光大，从而把巴菲特所在的价值投资区域与费雪所在的价值区域连接了起来，开辟了一个新的价值投资维度——价值的时间维度。**无论是格雷厄姆还是巴菲特都倾向于静态价值投资，前者是隐形资产价值挖掘，后者是无形资产价值挖掘。而林奇则是动态的价值投资，他挖掘的是成长性价值。**

索罗斯是四位大师中无师自通的高手，他学习过经济学和哲学，但是对于金融投资却有天生的领悟能力。很多人认为索罗斯是短线交易者，所以不是价值投资者，还有人认为他主要交易国际性资产而且是对冲基金所以与价值投资无关。其实，这些要么是对索罗斯的误读，要么是对价值投资的误读。首先，我们纠正一下对价值投资的狭隘看法。投资与投机相对，价值与价格相对，价值来源于资产孳息，也就是其产生收益的能力，而价格的来源或者说影响因素却是资金流

巴菲特发现了市场情绪导致价格大幅偏离价值，而索罗斯不光是发现了市场情绪这一扰动因素，还发现了信贷周期。信贷周期也会显著导致价格大幅偏离价值。情绪和流动性制造了非理性对手盘，而这为价值投资者提供了机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





动或者说供求关系变化。投资是获取收益，投机是获取价差。所以，凡是那些针对收益入手的交易都是投资，那些针对价差入手的交易都是投机，投资和投机不能用交易的时间长短来定义，也不能将投资看作证券投资的专有名词。索罗斯的投资方法主要是在资产价格与价值的偏离过大，处在极可能的转**折点时介入交易**。在其早年的金融投资生涯中，他利用过类似格雷厄姆的方法发现银行类股票的隐蔽资产，由此才开始崭露头角的。后来他打败英格兰银行，做空英镑也是因为认识到英镑的价格（汇率）已经高于其价值（英国的经济状况）的情况，后来做空泰铢也是因为该国货币被高估了。货币也有高估和低估的说法，这说明货币也存在价格和价值，当货币价格高于内在价值超过一定程度时，价格就会有**回归价值的巨大压力**。从这点来看，索罗斯与格雷厄姆的价值中枢回归理论非常相似。无论是格雷厄姆，还是巴菲特，乃至于彼得·林奇都与索罗斯一样，认为市场经常处在剧烈的情绪波动之中，而投资者本身的**认识也是不完备的**。索罗斯确实是一个价值投资者，而且被保罗·琼斯这位大名鼎鼎的技术派大师称为外汇界几乎不可见的纯**基本面分析者**。21 世纪最初几年，巴菲特也加入到外汇交易的行列中来了，这就多了一个只依靠基本面交易外汇的大师。

主权信用是货币估值的基础，购买力平价和利率平价对于汇率的估值并不靠谱。

对手盘的非理性是价值投资有效的根本前提。

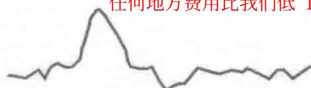
但是，现在外汇交易界很难见到大资金交易者采用纯技术分析手段。

索罗斯的伟大之处在于，他将价值投资的方法广泛运用于各类金融市场，从股票到债券，再到外汇和贵金属，从美国国内市场用到美国以外的市场。所以，索罗斯也开启了价值投资的一个维度，这就是价值的空间广度。

四位大师各自打开了一个独特的价值投资渠道，但是还没有人能够真正贯通价值在空间上的三个维度和时间上的一个维度。我们寄希望于第四代**价值投资者吧**。

流水不腐户枢不蠹，唯有不断变化者能够常存于世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





# 第三节 价值投资的八大原则

世界被少数几条原理统治着。

——黑格尔

人应该按照原则行事，而不是权力，金钱，他人的看法。

——斯蒂芬·科维

新手在乎“术”，对于他们而言“如何”更为重要，高手在乎“道”，对于他们而言“为何”更为重要。

凡是可以归纳成若干条简明条款的思想都会变得流行起来，我们也不妨在正文展开之前，先将各类书籍和材料中流传的价值投资的基本观念作一个不那么系统化的归纳，大致可以得出价值**投资的九大原则**。在后面几章中，价值投资的原则将得到系统化和个性化的介绍，可能读起来比较吃力，但是却非常能够增加各个级别价值投资者的“体质”。本书是唯一一本打通了价值投资各位大师思想的书，也是将价值投资体系的进化脉络厘清的第一本书。我们查阅了包括威力父子出版社和麦克劳—希尔在内的著名金融书籍出版商的正式出版物，并没有在国外找到同样的著作，所以我们敢自豪地说本书正文的逻辑绝对是没有先例的。下面先吃一道开胃菜。

- 市场无效原则（市场先生原则）
- 市场专利原则（竞争优势原则）
- 安全边际原则（安全空间原则）
- 能力范围原则
- 回归价值原则
- 坦诚管理原则
- 集中投资原则
- 持有公司原则（企业所有者原则）

**市场无效原则：**价值投资的一个前提就是市场在短期内不能正确地评估公司的价值，所以使得价格经常远离价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





这就为价值投资者**获利提供了机会**。价格和价值之间的差异越大，则此时进行的投资越安全。市场总是无效的，主要原因在于市场是由非理性的人组成的，而人群比个体更为非理性，所以价格经常偏离价值做两极化的运动。格雷厄姆将市场导致市场无效的运动看作一个情绪不稳定的年轻人，他要么将现状和前景看得极度乐观，要么则看得极度悲观。**正是由于市场如此的非理性和无效，才使得价值投资者可以战胜市场的平均收益率。**巴菲特曾经在哥伦比亚大学格雷厄姆著作的周年庆典上批评那些固守市场有效理论的金融理论家，他认为如此多的价值投资者获得了超过市场平均水平的收益水平，这本身就证明了市场至少在短期内是**无效的和非理性的**。

在什么样的情况下价格会显著偏离价值？第一，群体性的恐慌或者恐惧；第二，流动性过剩或者过紧。简而言之，就是情绪和货币。

就算个体的行为是理性的，但是当所有人都持有同样的行为时，将会驱使价格大幅背离价值。

**市场专利原则：**经济有通胀的时候，也有萧条的时候，只有那些具有较强竞争优势的企业才具有抵御外部风险的能力。那些竞争激烈的行业不会诞生出具有持久竞争优势的企业。所谓市场性专利就是企业具有一种持久的竞争优势，这种优势不是来自技术创新，通常也不会来自**低价竞争战略**。日用消费品中具有品牌价值的企业通常是这类企业，比如宝洁和可口可乐，以及绿箭公司。巴菲特将这类企业称为具有较高“经济商誉”的公司，有人翻译为具有“特许经营权”或者“消费者独占特性”，香港的价值投资之父林森池则将其称作“市场专利”。简而言之，就是持久的竞争优势。

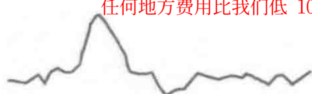
迈克尔·波特的竞争优势理论中强调了三种类型的竞争战略，第一种是成本优势战略，第二种是差异化战略，第三种是专注战略。

**安全边际原则：**价值投资者其实就是博取价格和价值之间的差值，那些技术类交易者则是博取价格和价格之间的差值。但是，即使是价值交易也存在不确定的情况，所以为了避免估值错误，投资者在价值和价格差值越大时介入越安全。安全边际又称为安全空间，这个空间就是价格和价值之间的差值，该差值越大，则投资的**保险系数越高**。

像浑水公司一类的做空者其实也是价值投资者，他们在价格远远高于价值时采取做空行为。当然，他们其实也有投机的成分，那就是通过发布报告影响其他市场参与者的行为。

**能力范围原则：**投资者在进行投资的时候总是会受到情绪、技能、经验及知识等方面的限制，一个成功的投资者应该清楚自己能力的局限性。如果对于一家公司的某一关键问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





题不清楚，那么就应该避免介入这家公司。**知道自己能力的界限，这样才能很好地进行投资。**通过排除那些处在能力范围之外的公司，投资者可以集中精力于少数自己熟悉的公司。明晰自己的能力范围，说起来简单，做起来难，绝大部分投资者根本没有能力范围这个概念，通常都不会界定自己的投资对象，凡是觉得好的公司和股票都会参与，根本不管自己是否**了解这家公司**。

能力永远都是有限的，这决定了我们可以选择的战略也是极其有限的。不顾这一基本事实和前提，就会犯下致命的错误。

**回归价值原则：**无论是格雷厄姆还是巴菲特、彼得·林奇，乃至于索罗斯都认为价格具有向价值或者类似中枢回归的特性，这种回归在**长期内最为有效**。价值投资者必会去预测回归什么时候发生，但是会在价格大幅度低于价值的时候买入。

价格终将回归价值，偏离越大就提供了越大的机会，你不抓住这个机会，别人就会抓住这个机会。市场上的资金，特别是大资金之间常常存在激烈的竞争。

**坦诚管理原则：**费雪认为管理者对于股东的诚实程度是一个非常关键的问题，巴菲特和林奇从费雪那里获得了这一见解后都积极地运用于投资实践。**管理者一定要有清白的诚信记录，那些曾经有过欺骗表现的管理者是不值得信任的，拥有这种管理者的公司也是不值得拥有的。**

诚信者的行为具有更高的确定性，而投资本来就是在不确定的世界中寻求相对的高确定性。

**集中投资原则：**费雪和巴菲特都主张要将资金投资在较少的股票上，要对投资对象进行精挑细选，将资金配置在收益率最高的资产上。而格雷厄姆则主张进行分散投资。在后面的章节我们将会看到，两种主张都具有一定的前提。

**持有公司原则：**每个价值投资者都认为股票投资并不关乎股票，而是关系到公司。巴菲特强调股票买卖，其实是买卖一家公司。通过站在一个企业购买者和所有者的角度可以进行更为理性的投资决策。巴菲特一直声称自己是个商业分析家，**而非证券分析家**。

价值投资的要点在于寻找和证实公司的竞争优势来源和财务表现，而这要求刺破“股票”这层面纱，直达商业的本来面目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




# 隐形资产价值投资（空间宽度价值）——本杰明·格雷厄姆

如果证券分析可以看作一个职业，那么这个职业只有一个教头，那就是格雷厄姆。

——亚当·斯密斯

## 第一节 证券分析之父：本杰明·格雷厄姆

遇到格雷厄姆这样的良师，是我一生最幸运的事情。

——沃伦·巴菲特

格雷厄姆建构了一个框架，让投资者能够理解财务数字的意义。

——威廉·拉恩

本杰明·格雷厄姆在1934年底完成他酝酿已久的《证券分析》这部划时代的著作，他的金融分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了几乎三代重要的投资者，如今活跃在华尔街的数十位拥有上亿美元资产的投资管理人都自称为格雷厄姆的信徒，他享有**"华尔街教父"的美誉**。

1934年是一个重要的分水岭，在此之前是投机的兴盛时代，在此之后则是投资的兴盛时代。

作为一代宗师，格雷厄姆生前可能没有想到，他的名声居然会由一个比自己低两个辈分的年轻人，即沃伦·巴菲特来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



传承。今天，即使在哥伦比亚大学，许多人也不记得格雷厄姆的全名了，他们只记得这个人是“巴菲特的老师”。但是，巴菲特和他的老师实在不怎么像。巴菲特的数学水平很差，他的老师却精通数学；巴菲特几乎不懂金融衍生品，他的老师却比较喜欢**金融衍生品**；巴菲特善于分析现金流，他的老师却喜欢分析资产。1984 年在庆祝格雷厄姆与多德合著的《证券分析》发行 50 周年大会上，巴菲特这位格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课上唯一给了“A+”的最优秀的学生进行了一次题为《格雷厄姆—多德都市的超级投资者们》的演讲，在他演讲中回顾了 50 年来格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳出价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。

当然，最近几年巴菲特还是抱着开放的心态在对待金融衍生品。

我们就来一起倾听世界股王巴菲特对他老师的评价吧，下面是翻译过来的《格雷厄姆—多德都市的超级投资者们》，大部分引用自 2005 年的一篇网上译文，译者不详，在此表示感谢，我做了部分修改，而演讲中的图表则省略了：

伟大的证券分析之父格雷厄姆与多德追求“价值远超过价格的安全边际空间”，这种证券分析方法是否变得过时？目前许多撰写金融和投资教科书的**教授这样认为**。这些理论权威认为，股票市场是有效率的市场；换句话说就是一只股票的价格已经充分地反映了一家公司一切已知的事实以及整体经济情况：这些理论家认为，市场上没有价格偏低的股票，因为聪明的证券分析师将运用全部的既有资讯，以确保适当的价格。所谓的投资者能经年累月地击败市场，纯粹是运气好罢了。**“如果价格完全反映已有的各类信息和数据，则这类投资策略的超额将不存在。”**一位著名的金融教科书的撰写者在书中这样宣称。

当价值投资的理念、方法和工具被广泛使用之后，价值远超价格的机会越来越难寻找，除非你独辟蹊径，看到别人看不到的地方，否则也不是那么简单的事情。当市场整体处于极端悲观时，价值投资更容易寻找到好的机会。因为这时哪怕最聪明的群体也往往会变得非理性。

未来可能会像他说的那样。但是，我要提供一组投资者的收益情况供各位参考，他们长期的收益情况总是超越标准普尔 500 种股价指数。他们的收益情况即使纯属巧合，这项假说至少也值得我们加以审查。审查的关键事实是，我个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





很早就认识了这些股市大赢家，而且很久以来便将他们看作超级投资者，即使认识最晚的也有十五年了。缺少这项条件，也就是说，倘若我最近才从成千上万的记录中挑选几个名字，并且在今天早上提供给各位，我建议各位立即停止阅读本文。我必须说明，所有的这些记录都经过核实的。我必须再次强调，我个人认识许多上述经理人的客户，他们长年以来所收取的收益确实符合现存的投资记录。

首先，我要在座的各位设想一场全国性的掷硬币大赛。让我们假定，全美国 2.25 亿的人口在明天早晨起床时都掷出一枚一美元的硬币。早晨太阳升起时，他们都走到门外掷硬币，并猜硬币出现的正面或反面。如果猜对了，他们将从猜错者的手中赢得一美元。每轮都有输家遭到淘汰，奖金则不断地累积。经过十个早晨的十次投掷之后，全美国约有 2.2 万人连续十次猜对掷硬币的结果。每人所赢得的资金约超过 1000 美元。

此时，这群赚钱的人可能会开始炫耀自己的战绩，这就是人的天性。他们可能保持谦虚的态度，但在酒会中，他们偶尔会以此技巧吸引异性的注意，并炫耀其投掷硬币的**超常洞察力**。

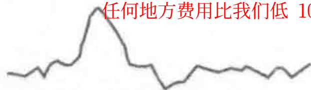
能力让人胜出，还是格局让人胜出，没有人能够认识得很清楚。

假设掷硬币的赢家都可以从输家手中得到适当的奖金，再经过十天，约有 215 个人连续二十次猜对掷硬币的结果，每个人赢得大约 100 万美元的奖金。输家总共付出 2.25 亿美元，赢家则得到 2.25 亿美元。

那么这个时候，这群人可能完全沉迷在自己的成就中：他们可能开始著书立说："我如何每天早晨工作 30 秒，而在二十天之内将一美元变成 100 万美元。"更糟的是，他们会在全国各地参加讲习会，宣扬如何有效地投掷硬币，并且反驳持怀疑态度的教授说，"如果这是不可能的事，为什么会有我们这 215 个人呢？"

然而，一位著名商学院的教授可能会粗鲁地提出一项事实，如果 2.25 亿只猩猩参加这场大赛，结果大致上也是如此：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





有 215 只自大的猩猩将连续赢得 20 次的投掷。

但是，我必须说明，前述事例和我即将提出的案例，两者之间存在着若干重大差异。如果你所选择的 2.25 亿只猩猩的分布状况大致上和美国的人口分布相同；如果经过 20 天的竞赛，只剩下 215 只赢家；如果你发现其中有 40 只猩猩来自奥马哈的某个动物园，则其中必有蹊跷。于是，你会询问猩猩管理员各种问题，它们吃什么饲料、是否做特殊的运动、阅读什么书籍等。换句话说，**如果你发现成功案例有非比寻常的集中现象，则你希望判定此异常的特色是否是成功的原因**。

搞清楚异常概率分布的原因具有重大意义。

所谓的科学调查也遵循此形态。如果你试图分析某种罕见的癌症原因比如美国每年只有 1500 个病例，而你发现蒙大拿州的某个矿区小镇便产生 400 个病例，则你必然对当地的饮水、病患的职业或其他种种变数产生兴趣。你知道，在一个小镇中发生 400 个病例，绝不是随机因素所造成的。虽然你未必了解病因，但你知道从哪里着手调查。

除了地理的起源，还有我所谓“智力的起源”。我认为各位将在投资领域发现，不成比例的硬币投掷赢家来自一个极小的智力村庄，它可以称为“格雷厄姆—多德群落”。这个特殊智力村存在着许多赢家，**这种集中现象绝非巧合能够解释**。

赢家的共同点更可能是决定输赢的关键因素。

在某些情况下，即使非比寻常的集中现象也可能不重要。或许有 100 位只是模仿某一位极具说服力的领导者，而依其主张来猜测硬币的投掷结果。当他猜正面，100 位追随者也会自动地做相同的猜测。如果这一位领导者是属于最后 215 位赢家之一，则这 100 位追随者也便属于同一个智力起源，这项事实便不具有任何意义，因为 100 个案例实际上只代表一个案例。同理，假定你生活在一个父权结构极为严密的社会，而美国每一个家庭都恰好以父亲马首是瞻。20 天之后，你将发现 215 位赢家是来自 21.5 个家庭。若干天真的分析师可能因此而认为，成功地猜测硬币投掷的结果，其中具有高度的遗传因素。当然，这实际上不具有任何意义，因为你所拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的不是215位赢家，而只是21.5个随机分布的家庭。

我所要考虑的这一群成功投资者，有一位共同的智力族长：本杰明·格雷厄姆。但是，这些离开此智力家族的孩童，都是依据非常不同的方法猜测他们自己的“硬币”。他们各自前往不同的地方，买卖不同的股票和企业，但他们的综合绩效绝对无法用随机因素加以解释。他们做相同的猜测，并不是因为领导者下达某一项指令，因此也无法用这种方式解释他们的表现。族长只提供了猜测硬币的智力理论，每位学生都必须自行决定如何运用这项理论。

来自“格雷厄姆—多德群落”的投资者所具备的共同智力结构是：他们探索企业的价值与该企业市场价格之间的差异。事实上，他们利用其间的差异，却不在意效率市场理论家所关心的问题：股票究竟在星期一或星期五买进，或是在一月或七月买进等。当企业家买进某家公司时，这正是“格雷厄姆—多德群落”的投资者通过上市股票所从事的行为，我怀疑有多少人会在意交易必须发生于某个月份或某个星期的第一天。如果企业的买进交易发生在星期一或星期五没有任何差别，则我无法了解学术界人士为何要花费大量的时间和精力，来探讨代表该企业部分股权的交易发生时的差异。毋庸置疑，“格雷厄姆—多德群落”的投资者并不探讨贝塔值、资本资产定价模型、证券投资报酬率的变异数。这些都不足他们所关心的议题。事实上，他们大多数难以界定上述学术名词。他们只在乎两项实数：价格与**价值**。

价值的本质扎根于商业，而非金融市场的统计特征！

面对技术分析师所研究的价量行为，我始终感觉惊讶。你是否会仅仅因为某家公司的市场价格在本周或前一周飙升，便决定购买该企业呢？**在目前计算机化的时代，人们之所以会大量研究价格与成交量的行为，理由是这两项变数拥有了无数的资料。研究未必是因为其具任何功用；而只是因为资料既然存在，学术界人士便必须努力学习操作这些资料所需要的数学技巧。一旦拥有这些技巧，不去运用它们便会带来罪恶感，即使这些技巧的运用没有任何功用，或只会带来负**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**面功用，也在所不惜。**如同一位朋友所说的，对一位持铁锤的人来说，每一件事看起来都像是钉子。

什么是决定投资成败的关键因素？是价格吗？是成交量吗？是季节性吗？是股本规模吗？是贝塔值吗？抓住主要矛盾，就会让一切显得轻松自如。抓不住主要矛盾，则会让你手忙脚乱。

我个人认为这一群具有共同智力起源的投资者非常值得我们研究。虽然学术界不断地研究价格、成交量、季节性、资本规模以及其他变数对股票绩效的影响，但这群以价值为导向赢家的方法**却毫不受人关心**。

关于这一项投资绩效的研究，我首先要追溯到从 1954 年到 1956 年，工作于格雷厄姆—纽曼公司的四位伙伴。我们总共四个人，而我并不是从数以千计的对象中挑选这四个人。在我选修本杰明·格雷厄姆的课程之后，我要求进入格雷厄姆—纽曼公司工作，但格雷厄姆却以“价值高估”为由拒绝了**我的要求**。他把价值看得非常严重！经我不断地恳求，他最后答应雇我。当时公司有三位合伙股东，以及我们四位“学徒”。公司结束经营之后，我们四个人陆续在 1955 年到 1957 年离开公司，目前只能够追踪其中三个人的投资记录。

格雷厄姆选人也按照价值投资的原则展开！

第一个案例是沃特·史洛斯。沃特从来没有念过大学，但他在纽约金融协会参加了本杰明·格雷**厄姆的夜间课程**。沃特在 1955 年离开格雷厄姆—纽曼公司。以下是亚当·史密斯在《超级金钱》一书中对他所做的描述：

念过大学，但是没有掌握相关行业的思维方法和技能，那也是白搭。

沃特·史洛斯几乎从来不运用或接触有用的资讯。在华尔街几乎没有人认识他，所以没有人提供他有关投资的观念。他只参考手册上的数字，并要求企业寄年报给他，情况便是如此。

沃特·史洛斯曾经描述“他从来没有忘记自己是在管理别人的资金，这进一步强化了他对于风险的厌恶”。他有高尚的品格，并以务实的态度自持。对他来说，金钱是真实的，股票也是真实的，并从此而接受了**“安全空间”的原则**。

风险是价值投资的最大敌人，所以安全空间是价值投资的重要原则。

沃特的投资组合极为分散，目前拥有的股票远越过 100 只。他了解如何选股，以远低于价值的价格买入股票。这便是他所做的一切。他不担心目前是不是一月，不在乎今天是不是星期一，也不关心今年是不是大选年。他的想法非常单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





纯，如果某家公司值一美元，若我能够以 40 美分买进，我迟早会获利。他便是如此不断地行动：他所持有的股票种类远比我的多，而且比我更不关心企业的本质；我对沃特·史洛斯似乎没有**太大的影响力**。这是他的长处之一，没有人能够对他产生足够的影响力。

价值投资者都是基于独立思考来展开自己的研究和投资的。价格只有在大众犯错的时候才会大幅偏离价值，从众而非独立思考是无法发现大众错误的。

第二个案例是汤姆·柯纳普，他曾经和我一起在格雷厄姆—纽曼公司工作。汤姆于“二战”之前曾在普林斯顿大学主修化学，“二战”结束之后，他经常在海滩游荡。某一天，他得知大卫·多德将在哥伦比亚大学开夜间投资课程。汤姆以旁听方式选修该课程，之后他对投资学科产生了浓厚的兴趣，于是正式注册进入哥伦比亚大学商学院，并且获得了 MBA 学位。35 年之后，我拨电话给汤姆，确定某些有关此一主题的事，我发现他仍然在海滩游荡。唯一的差别是，他目前拥有一片海滩！

1968 年，汤姆·柯纳普与另一位格雷厄姆的门徒爱德·安德森组成了帝地布朗合伙公司。帝地布朗合伙公司的投资高度分散。他们偶尔会从事控制股权的投资，但其被动式的投资绩效约略等于控权式投资的表现。

表 3 是格雷厄姆—纽曼公司第三位员工的投资业绩记录。他在 1957 年成立巴菲特合伙公司。他做出的最明智决策是在 1969 年结束合伙公司。从此之后，伯克希尔·哈撒韦公司在某种程度上成为合伙公司的延续。我无法给各位单一的指数，用以合理地测试伯克希尔公司的投资管理。但是，我认为各位不论如何考验它，它的表现一直都令人满意。

表四是红杉基金经理人威廉·拉恩的投资业绩记录，我在 1951 年格雷厄姆的讲座中认识他。哈佛商学院毕业之后，他进入华尔街。稍后，他发觉需要接受真正的商业教育，于是参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学开办的讲座，我们便相逢于 1951 年初。1951~1970 年，威廉·拉恩所管理的资金规模相当小，绩效却远比大盘来得好。当我结束巴菲特合伙公司的业务时，我要求拉恩成立一个基金公司，来管理我们合伙股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个红杉基金与我们通常所知的红杉资本并非是同一家公司。红杉资本于1972年在美国硅谷成立，创始人为唐·瓦伦丁。在成立之后的30多年中，红杉基金作为第一家机构投资人投资了如Apple，Google，Cisco，Oracle，Yahoo，Linkedin等众多创新型的领导潮流的公司。

的资金，他于是成立了**红杉基金**。他成立基金的时机非常不利。他面临两个层次的市场，以及以价值为导向的投资者相当难以运作的情况。我十分乐于提及一点：我的合伙股东不仅继续委托他管理，还投入更多的资金，而且对他的表现十分赞赏。

威廉·拉恩是我推荐给合伙股东的唯一人选，我当时就表示，如果他的绩效能够高出标准普尔指数四个百分点，这便是非常稳固的表现。拉恩的绩效远甚于此，而且所管理的资金规模不断地扩大。这使得管理越来越困难。**资金规模是绩效的拖累，这是毫无疑问的。这并不意味着当资金规模扩大，你的表现便无法超越平均水准，只是超越的幅度会缩小。**如果你所管理的资金是两兆美元，则你的表现必然无法超越平均水准，因为你的资金规模便是整个股票市场的总市值。

另外必须补充说明一下的是，截至目前我们所观察的记录，投资组合在整段期间几乎都没有重叠。他们都是根据价格与价值间的差异来选股，选择的标的也截然不同。沃特·史洛斯的最重要持股都是扎实的企业，即使是偶尔阅读金融版新闻的人，对这些企业的名称也耳熟能详。帝地布朗公司所选择的标的则更是名不见经传的企业。而拉恩选择标的则是大型企业。这些投资组合极少出现重叠现象。当然，他们的记录并非是由某人主导的猜测硬币产生的，而是各自分析和决策做出的。

表5的投资业绩来自我的一位朋友查理·芒格，他毕业于哈佛法学院，并且成立了一家主要的法律事务所。我大约在1960年认识他，并且建议说，法律作为嗜好是件好事，但是他应该做得更好。于是，他成立了一家合伙公司，他的操作方式和沃特·史洛斯迥异，**他的投资组合集中在极少数的证券，因此，绩效的变动比较激烈，但他仍然依据相同的价值折价法从事投资。**他愿意接受绩效的上下震荡，而他恰好是一位精神极度集中的人。芒格是我在柏克希尔公司从事操作的长期合伙股东。当他自己经营合伙事业时，他的投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





和我或任何**先前所提到的人完全都不同**。

表 6 提到的投资业绩属于查理的一位好朋友，另一位非商学系出身的人，瑞克·吉林毕业于南加州大学数学系。毕业之后，他进入 IBM，曾经担任推销员的工作。在我网罗查理之后，查理又网罗他。1965~1983 年标准普尔指数的复利成长率为 316%，而瑞克的绩效为 22200%，这或许是因为他缺乏商学教育背景，他可以视为具有统计上的显著性。

查理·芒格将巴菲特提升了一个层级，与他早期的同学拉开了距离。

以 40 美分的价格买进一美元的钞票，人若不能够立即接受这项概念，就永远不会接受它。它就像注射药剂。如果它无法立即抓住这个人，则我认为即使你长期地说服他，并且展示各种记录，你也无法让他接受。这是很单纯的概念，但他们就**是无法领悟**。类似瑞克这样的人，他完全没有正式商学教育的背景，却可以立即领会价值投资法，并且在五分钟之后便加以利用。我从来不曾见过任何人，会在 10 年之后才逐渐地皈依这种方法。它似乎和智商或学术训练无关。它是顿悟，否则就是拒绝。

观念决定成败，观念决定命运！

表 7 是斯坦·帕迩密特的投资业绩。他毕业于密西根大学艺术系，是波则雅各布广告公司的合伙股东之一。我们的办公室恰好位于奥马哈市的同一幢大楼。1965 年，他认为我所经营的事业比他的行业要好，于是他离开广告业。再一次地，斯坦于五分钟之内就接受了价值投资法。

斯坦·帕迩密特所持有的股票与华特的不同。他所持有的股票也和拉恩的不同。他们都是独立的记录。但是，斯坦买进每一只股票时，都是因为他所获得的价值高于他所支付的价格。这是他唯一的考虑。他既不参考每一季的盈余预估值，也不参考明年的盈余项估值，他不在乎当时是星期几，也不关心任何的投资研究报告，他无视价格动能、成交量与其他类似的变数。**他只提出一个问题：该企业值多少钱？**

投资的关键在于估值，估值的关键在于商业本质的洞悉！

表 8 与表 9 的投资业绩记录分别属于我参与的两家退休基金，它们并非是从我所参与的十几种退休基金中选择出来的，是唯有的两家我能够影响其投资决策的退休基金。在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





两家基金中，我引导他们转变为价值导向的投资管理人，那时只有非常少数的基金是基于价值进行投资管理的。表 8 是华盛顿邮报公司退休基金的投资业绩记录。几年之前，他们委托一家大型银行管理基金，后来，我建议他们聘请以价值为导向的基金经理，这样能够使**投资业绩更好**。

价值比题材提供了一个更为稳固和确定的格局！

你可以从投资记录中看到，从他们更换基金经理之后，其整体投资业绩在所有基金中一直名列前茅。华盛顿邮报公司要求基金经理人至少保持 25%的资金投资于债券，而债券未必是基金经理人的投资选择。因此，我在表中也将其债券投资业绩包括在内，而这些数据表明他们其实并没有什么特别的债券专业技巧，他们也从未这样吹嘘过自己，虽然有 25%的资金投资于他们并不擅长的债券领域，从而拖累了他们的投资业绩，但其基金管理业绩水平仍然名列前一百名之内。华盛顿邮报公司退休基金的投资尽管并没有经过一个很长的市场低迷时期的考验，但仍然足以证明三位基金经理的许多投资决策并非后见之明。

表 9 显示的投资业绩属于 FMC 公司退休基金，我本人没有管理过这家基金的一分钱，但我的确在 1974 年影响了他们的决策，说服他们选择以价值为导向的基金经理。**在此之前，他们采取与其他大型企业相同的方式来选择基金经理。在他们转向价值投资策略之后，其投资业绩目前在贝克退休基金调查报告中超越其他同等规模基金而名列第一。1983 年，该基金共有 8 位任职 1 年以上的基金经理，其中 7 位累计投资业绩超过标准普尔指数。**在此期间，FMC 基金的实际业绩表现与基金平均业绩表现的净回报差额是 2.43 亿美元，FMC 将此归功于其与众不同的基金经理选择倾向，这些基金经理未必会是我个人中意的选择，但他们都具有一个共同的特点，即基于价值来选择股票。

大家需要注意的是以上这 9 项投资业绩记录都来自“格雷厄姆—多德群落”的“硬币投掷者”，是我根据他们的投资决策架构，在多年前便选定了他们。我了解他们所接受过的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





训练，而且知道他们的智慧、个性和脾气。我们务必了解，这群人只承担了一般水准以下的风险，我们需要留意他们在股市疲弱期间的记录。**他们的投资风格虽然大不相同，但心态上始终恪守：买进的标的是企业，而非企业的股票。**他们当中有些人偶尔会买下整个企业，但是他们经常只是购买企业的一小部分。**不论买进整体或一部分企业，他们所秉持的态度完全相同。**在投资组合，有些人持有几十种股票；有些人则集中少数几只股票。但是，**每个人都受惠于企业市场价格与其内含价值之间的差值。**

需要琢磨的是商业，而非股票价格的波动。

**我和许多价值投资者都相信市场上存在着许多没有效率的现象。**这些来自“格雷厄姆—多德群落”的投资人成功地掌握了价格与价值之间的缺口。华尔街的“群众”可以影响股票价格，当最情绪化的、最贪婪的或最沮丧的人肆意驱动股价时，我们很难辩称市场价格是理性的产物。事实上，市场经常是**不合理的**。

效率来自理性，缺乏效率或者没有效率来自非理性。

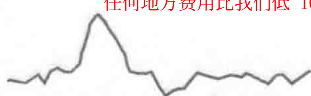
市场波动体现了人群的整体认识能力。

这里我想提一下回报与风险之间的重要关系。在一些情况下，回报与风险之间存在着正向关系。如果有人告诉我“我有一支六发弹装的左轮手枪，并且填装一发子弹。你可以任意地拨动转轮，然后朝自己扣一次扳机。如果你能够逃过一劫，我就赏你100万美元。”我将会拒绝这项提议，或许我的理由是100万美元太少了。然后，他可能建议将奖金提高为500万美元，但必须扣两次扳机，这便是报酬与风险之间的正向关系。

在价值投资策略中，情况恰恰相反。如果你以60美分买进一美元的纸钞，其风险大于以40美分买进一美元的纸钞，但后者报酬的期望值却比较高。**以价值为导向的投资组合，其报酬的潜力越高，风险越低。**

我给出一个较为简单的例子：1973年，华盛顿邮报公司的总市值为8千万美元。在这一天，你可以将其资产卖给十位买家之一，而且价格不低于4亿美元，甚至还能更高。该公司拥有华盛顿邮报、商业周刊以及数家重要的电视台。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





些资产目前的价值为4亿美元，因此愿意支付4亿美元的买家并非疯子。

如果公司的股价现在继续下跌，该公司的市值从8千万美元跌到4千万美元，其贝塔值也上升。对于用贝塔值衡量风险的人来说，更低的价格使它更有风险。这真是仙境中的爱丽丝。我永远无法了解，用4千万美元，而非8千万美元购买价值4亿美元的资产，其风险竟然更高。事实上，如果你买进一堆这样的证券，而且稍微了解所谓的企业评价，则用8千万美元的价格买进4亿美元的资产，这笔交易基本上没有风险，**尤其是分别以800万美元的价格买进10种价值4000万美元的资产，其风险更低**。因为你不拥有4亿美元，所以你希望能够确实找到诚实而有能力的人，这并不困难。

除此之外，你应该能够粗略地估计公司的价值。不过，你不需要精密地评价知识。这便是格雷厄姆的所谓的安全空间或者说安全边际。你不必试图以8000万美元的价格购买价值8300万美元的企业。**你必须让自己保有相当的缓冲**。架设桥梁时，你坚持载重量为3万磅，但你只准许1万磅的卡车穿梭其间。相同的原则也适用于投资领域。

安全空间越大则风险越小，而盈利空间则越大。

**有些具备聪明投资头脑的人可能会认为我撰写此文会使得更多人皈依价值投资法，将会缩小价值与价格之间的差距。我只能够如此告诉各位，自从本杰明·格雷厄姆与大卫·多德出版《证券分析》，这个秘密已经流传了50年，在我奉行这项投资理论的35年中，我不曾目睹价值投资法真正地流行开来**。人的天性中似乎存在着偏执的天性，喜欢把简单的事情弄**得更复杂**。最近30年来，金融和投资学术界如果有任何作为的话，也完全背离了价值投资的教训。它很可能继续如此。船只将环绕地球而行，但地平说仍会大行其道。在证券市场上，价格与价值之间还会存在着很大的差值，而奉行格雷厄姆与多德理论的人也将永远兴旺。

凡所有相，皆是虚妄。大众都被局部和眼前的现象所迷惑，对于关系全局和长远的本质却视而不见。价格是现象，是局部，价值是本质，是整体！

上面这段话就是对格雷厄姆最好的介绍，作为世界最伟大的投资家，巴菲特将格雷厄姆放在了所有投资大师的最前列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





## 第二节 格雷厄姆智慧法则一：投资为王

那些通过学习历史对现实领悟最多的人，往往是成就最殊胜的人。

——哈利·S.登特

投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保障的交易，违背这一要求的就是投机。

——本杰明·格雷厄姆

（1）投机与郁金香泡沫兴衰。

格雷厄姆对于历史的投机非常了解，而且他也在 1929 年前后经历了投机**市场的疯狂**，我们就来看看世界上第一次有大量文字记载的投机狂潮，发生在 17 世纪初的荷兰，历史上称为“郁金香狂热”。当然，郁金香也因此成为有记载的第一次商品“泡沫”。在郁金香炒作的高峰时期，甚至一个家庭的所有财富都被葬送在一只植物球茎上。

当时，Jessie Livermore 一战成名，成为真正的投机之王。

郁金香的名字起源于土耳其语，意为“缠头巾”花。在 16 世纪中期，游经土耳其的旅行家们被这种花的美丽所打动，并把它带回了维也纳。很快，它就吸引了欧洲人的广泛注意，几年之内开始在德国种植，接着是比利时，然后是荷兰。在 16 世纪 70 年代后期，它被传播到英格兰。很快，这种新颖的花卉开始在宫廷内流行。

和其他花卉有所不同，郁金香不仅形态优雅，而且**具有“变异”的特性**。人工栽培的郁金香，常常会发生引人注目的变异，比如人工培植的红色郁金香，其后代有可能会变成红白相间的品种。

说点题外话，变异是一项最为重要的竞争和生存能力。

由于当时的人们对植物的基因不甚了解，郁金香的这种神秘“变异”无疑增加了欧洲人对郁金香的投机兴趣。当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的郁金香种植者们，每天必然会巡视花圃，搜寻颜色“变异”的花朵。花朵的颜色如果漂亮，拥有者就可以期待高价的买主。而买家，之后再用这样的花培育下一代花卉，再以高价出售。“茎基”发黄或形状难看的郁金香会被淘汰，而完美的花朵成为“花种”。

17 世纪 20 年代初，对于郁金香及其“变异”特性的热忱开始登陆荷兰。当时最罕见的种子可以卖到几千弗罗林，这个数字几乎相当于当时中等收入家庭一家的财富。逐渐地，这种狂热从一小部分人传播扩散到整个荷兰社会。很快，几乎所有的家庭都建起了自己的郁金香花圃，几乎布满了荷兰每一寸可以利用的土地。

起先，交易发生在冬季。投机者可能会带着一些样品和一定量的球茎，聚集到郁金香交易者的旅馆。在那里，交易者可以用五百弗罗林买来的“德隆普大将”外加二百弗罗林现金，交换到“博尔元帅”，接着寄希望于一周内再以一千弗罗林出手。

就这样，郁金香价格开始疯狂地上涨。到了 1634 年，从苦力到贵族，荷兰各个社会阶层的人几乎全被“动员”到郁金香炒作的队伍中来了。很快，交易从冬季变成了全年进行，双方可以签订期货合同，然后到第二年春天交货。我们现在所说的“看涨”和“看跌”期权，就是在那时被创造出来并广泛交易的。

期货导致了“炒作预期”行为的出现。

那时候的投机者其实对交货本身不感兴趣，也无意要求拥有他们所买进的实际的郁金香。当他们买进交货的合约后，往往很快地将他的合同以盈利的价格再出售给其他热衷者。

在《布莱恩维尔游记》中，记载了这样一个情节，似乎很能体现郁金香价格的疯狂。一位年轻的水手因为通报船讯被一位商人奖赏一顿早餐。这个郁金香投机商后来发现，货物中少了一枝价值 3000 弗罗林，名为“永远的奥古斯都”的花茎。当他急匆匆地找到那位水手时，小伙子正津津有味地就着咸鱼大口咀嚼“那个被他当作洋葱的东西”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





有史料记载，一颗“总督”球茎可以换四头牛、八头猪、十二只羊、四车黑麦或两车小麦、两桶白酒或四桶啤酒、两桶黄油和半吨干酪，外加大量家具。在蓝色本色上有红白条纹的“奥古斯都”的售价是两倍于上述价值的现金，外加马匹齐全的马车一辆。荷兰人开始相信，不光荷兰的投机者，其他外国投机者也会愿意接受永远上升的价格。实际上，此前在法国，一只稀有的球茎就**被用作支付一件珍贵的宝石的全部价格**。

郁金香的变异使得“题材”层出不穷，投机有了“故事”基础。价值投资与题材投机是两种截然不同的理论和操作体系，投机从长远来讲是无法与投资匹敌的，但是投机可以在短期内为你提供快速“逆袭”的机会。

一个故事可以说明当时的氛围和人们的心情。当所有的荷兰家庭都已在潜心养植郁金香的时候，海牙有一个鞋匠，在一小块种植园地上最终培育出了一株黑色的郁金香。一伙来自海尔勒姆的种植者拜访了他，说服他把花卖给他们。鞋匠以 1500 弗罗林的价格把宝贝卖给他们，买家中的一个人立即把黑色郁金香摔到地上，又用脚碾踩，直到它变成一摊烂泥。鞋匠惊呆了。买家们解释说，他们也培育出一株黑色郁金香，毁掉这株，他们自己的花就是独一无二的了。他们情愿付出一切代价，如果有必要，一万弗罗林也在所不惜。心碎的鞋匠郁郁寡欢，据说不久便因懊恼过度而过世。

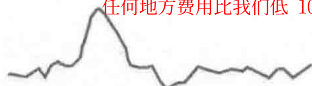
**当狂热升级时，其他经济活动几乎全放慢了。**1636 年，阿姆斯特丹、鹿特丹等地的股票交易所全部开设了郁金香交易所。花价的涨落造就了一大批富翁，而花价的每一次高涨都使更多的人坚信，这条发财之路能永久地延伸下去，世界各地的富人都会跑到荷兰，不问价格地收购所有的郁金香。一枝花还没露出地面，就已经以节节上涨的价格几易其手。没钱的人抵押房产借贷投资，巨额贷款不断堆积到小小**的花茎上**。

实体缺乏投资机会，流动性过剩，资产就容易出现泡沫。反过来，资产出现泡沫之后，大众参与实体经济的热情会进一步降低。

资产一旦兴起泡沫，会吸干流动性，直到流动性衰竭为止。

郁金香的交易类似于期货交易，但是在 17 世纪，郁金香交易遇到了比今天的商品期货更多的问题。因为合同背后没有会员公司支持，而且，如果谁最后真的要在数月之后接收一个特定球茎的交割，也不能确保他已经得到了合同所规定的标的，还要等到它真的开花以后。为了规范这一活动，荷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





兰颁布了新的法律，设置了郁金香的“特别公证人”，指定了进行郁金香交易的固定场所。

“泡沫”总有破灭的一天。不知从哪一天起，不知为何缘故，一些更聪明或胆小的人开始退场。这个迹象被人察觉后，抛售即刻变为恐慌，花价从悬崖上向下俯冲。当疯狂的价格最后坍塌时，荷兰的整个经济生活都崩溃了。债务诉讼数不胜数，连法庭都已经无力审理了。很多大家族因此而衰败，有名的老字号因此而倒闭。一直到许多年后，荷兰的经济才得以恢复。

泡沫是财富快速分配的时机！主流的价值投资者很容易发现泡沫，但是却不参与泡沫。而投机者的最大盈利机会就在泡沫当中！

从郁金香投机中，我们应该像格雷厄姆一样看到巨大的风险，而不是收益。因为推动投机的人类天性经常因为贪婪而失去警觉从而在泡沫破裂中遭受巨大的损失。

（2）市场先生与人类本性。

巴菲特最初接触格雷厄姆是从《聪明的投资人》一书，该书不仅清楚地指出投资与投机的本质区别，而且还提到了推动投机的“市场先生”这个概念。他认为投资是建立在敏锐与数量分析的基础上，而投机则是建立在突发的念头或是臆测之上。**二者的关键在于对股价的看法不同，投资者寻求合理的价格购买股票，而投机者试图在股价的涨跌中获利。**作为聪明的投资者应该充分了解这一点。其实，**投资者最大的敌人不是股票市场而是他自己。**如果投资者在投资时无法掌握自己的情绪，受市场情绪所左右，即使他具有高超的分析能力，也很难获得较大的投资收益。

投资比的是谁更自持！别人的情绪提供了机会，自己的情绪带来了风险！

对此，格雷厄姆曾讲述了两则关于股市的寓言。其中一则是“市场先生”，借此来说明时时预测股市波动的愚蠢。这些寓言后来出现在伯克希尔·哈撒韦公司的年报中。

他说：如果你和“市场先生”是一家私营企业的合伙人。每天这位“市场先生”都会报出一个新的价格，提出他愿以此价格从你手中买入一些股票或将他手中的股票卖给你一些。**尽管你所持有股票的合伙企业具有稳定的经济特性，但“市场先生”的情绪和报价却并不稳定。**有些日子，“市场先生”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情绪高涨，只看到眼前光明一片，这时他会给合伙企业的股票报出很高的价格；另外一些日子，“市场先生”情绪低落，只看到眼前困难重重，这时他会给合伙企业的股票报出很低的价格。此外，“市场先生”还有一个可爱的特点，就是他从不介意被冷落。如果“市场先生”今天所提的报价无人理睬，那么他明天还会来，带来他的新报价。格雷厄姆告诫投资者，处于这种特定的环境中，必须要保持良好的判断力和控制力，与“市场先生”保持一定的距离。当“市场先生”的报价没有道理时，投资者可以利用他；如果他的表现正常，投资者应该袖手旁观，无论如何绝不能被他摆布，否则后果不堪设想。

商业运营相对于股价波动更加确定！

股票市场上经常发生的一些剧烈变动很多情况下是由于投资者的盲目跟风行为，而非公司本身收益变动的影响。一旦股市上有传言出现，许多投资者在传言未经证实之前就已快速而盲目地依据这些传言买入或卖出股票，跟风盖过了理性思考，这一方面造成股价的剧烈波动，另一方面常常造成这些投资者的业绩表现平平。令格雷厄姆感到非常费解的是，华尔街上的投资专业人士尽管大多都受过良好的教育并拥有丰富的投资经验，但他们却无法在市场上凝聚成一股更加理性的力量，而是像旅鼠一样，更多地受到市场情绪的左右，拼命在不停地追逐市场的形势。格雷厄姆认为这对于一个合格的投资者而言是极为不可取的。

事件驱动导致参与者们跟风的情况更多一些。

**因为一家公司的股价一般都是由其业绩和财务状况来支撑的，因此投资者在投资前要判断一家公司股票的未来走势，其中很重要的一点就是需要准确衡量公司的绩效。**格雷厄姆曾经以 Erneq 航空公司等以 E 开头的公司为例，介绍了衡量公司绩效的六种基本因素：收益性、稳定性、成长性、财务状况、股利以及历史价格等。

什么样的公司其未来业绩的确定性最强？肯定是那些具有持续竞争优势的公司！

评估一家企业经营绩效的财务指标有许多，如每股净收益可以直接体现公司获利程度的高低，投资报酬率可以考察公司全部资产的获利能力等，但格雷厄姆比较偏爱用销售利

经营绩效相关的财务指标是表象，关键是找出背后的原因！财务数据与商业逻辑要相互验证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



润率作为衡量公司收益性的指标，因为该指标不仅可以衡量公司产品销售收入的获利能力，而且可以衡量公司对销售过程成本和费用的控制能力。公司产品销售过程的成本和费用越低，公司销售收入的获利能力就越大。由于公司的大部分收入一般来源于主营业务收入，即产品销售收入，因此，通过销售利润率可以判断出一家公司的发展状况。

评估一家企业的盈利是否稳定，格雷厄姆认为，可以10年作为一个考察期，描绘出每股盈余的变动趋势，然后拿该公司最近3年的每股盈余与其变动趋势作一比较，若每股盈余的水平是稳定上升的，则表示该公司的盈利水平保持了100%的稳定，否则，**在大起大落的背后一定有某些隐含的市场原因、产品问题或者偶然因素，它们有可能对今后的盈利构成某种程度的威胁**。这一指标对于发展中的小型企业尤其重要。

找出异常值的原因非常重要！

评估每股盈余的成长性一般采用盈余增长率这一指标。盈余增长率是一家公司在最近3年中每股盈余的年平均增长率，它既能反映出公司的生存能力、管理水平、竞争实力及发展速度，又可以刻画出公司从小变大、由弱变强的历史足迹。格雷厄姆认为，这一指标对于衡量小型公司的成长性至关重要。

公司的财务状况决定其偿债能力，它可以衡量出公司财务的灵活性和风险性。如果公司适度负债且投资报酬率高于利息率时，无疑对公司股东是有利的，但如果举债过度，公司就可能发生财务困难，甚至破产，这将给投资者带来**极大的风险**。衡量公司是否具有足够的偿债能力，可以通过流动比率、速动比率、资产负债率等指标来考察，如流动比率为2，速动比率为1时通常被认为是合理的。

在经济周期的顺风中，高杠杆带来极高的增长，但是一旦处于经济周期的逆风中，则高杠杆将带来极大的风险。

对于股息，格雷厄姆认为，公司的股息发放不要中止，当然发放的年限越长越好。假如股息发放是采用固定的盈余比率，就更好不过了，因为这显示了该公司的生机勃勃，在不断地平稳成长。同时，股息的发放也更增添了股票的吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





力和凝聚力。投资者应尽量避免那些以往三年中曾有两年停发或降低股息的股票。

股票的历史价格虽不是衡量企业绩效的关键因素，但它可以从一个侧面反映公司的经营状况和业绩好坏。股票价格就好比公司业绩的一个晴雨表，公司业绩表现比较好时，公司股票价格会在投资者的推崇下而走高；公司业绩表现不理想时，公司股票价格会在投资者的抛弃下而走低。当某一种股票定期地因为某些理由下降或因一头热而下跌时，这无疑是告诉投资人，该公司价格的长期走势可以靠着明察而予以判断。

(3) 投资与投机的区别。

在格雷厄姆之前就出现了很多技术分析大师，他们以价格作为判断交易机会的唯一基础，通常而言，证券市场在格雷厄姆之前还是一个投机的场所。格雷厄姆的《证券分析》与技术分析流派研究的着眼点是截然不同的，所涉及的是一个到他为止尚无人涉足的领域。

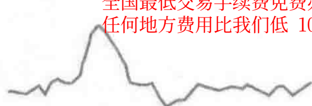
最为重要的是，格雷厄姆统一和明确了“投资”的定义，区分了投资与投机。在此之前，投资是一个多义词。一些人认为购买安全性较高的证券如债券的行为是投资，而购买股价低于净现值的股票的行为是投机。而格雷厄姆认为，动机比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借款去买证券并希望在短期内获利的决策不管它买的是债券还是股票都是投机。在《证券分析》一书中，他提出了自己的定义：“投资是一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就**被称为投机**。”

这个定义也与事实不符。我身边有不少投机做得好的股票交易者，他们也认真地分析和研究，但是他们绝不是价值投资者，而是题材投机者！

就风险控制而言，格雷厄姆认为对于一个被视为投资的证券来说，本金必须有某种程度的安全性和满意的报酬率。当然，所谓安全并不是指绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不至于亏本，一旦发生极不寻常或者意想不到的突发事件也会使安全性较高的债券**顷刻间变成废纸**。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括资本增值。格雷厄姆特

黑天鹅事件对于价值投资者而言也是灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





别指出，所谓“满意”是一个主观性的词，只要投资者做得明智，并在投资定义的界限内，投资报酬可以是任何数量，即使很低，也可称为是“满意的”。判断一个人是投资者还是投机者，关键在于他的动机。

幸亏当时债券市场的表现很差，格雷厄姆有关投资的定义才为人们所重视。在1929年到1932年的短短4年，道琼斯债券指数从97.70点跌至65.78点，许多人因购买债券而破了产。债券在人们的心目中不再被简单地视为纯粹的投资了，人们开始重新审视原来对股票和债券的投资与投机的粗浅性认识，格雷厄姆适时提出的投资与投机的定义，帮助**许多人澄清了认识**。

投资并非等同于低收益，投机并非等同于高收益。小资本成功地投机可以在短期内获得高收益，但是从长期来看，越大的资本越要采用投资来增值。

格雷厄姆的《证券分析》一书在区分投资与投机之后，所做出的第二个贡献就是提出了普通股投资的数量分析方法，解决了投资者的迫切问题，使投资者可以正确判断一只股票的价值，以便决定对一只**股票的投资取舍**。在《证券分析》出版之前，尚无任何计量选股模式，格雷厄姆可以称得上是运用数量分析法来选股的第一人。这对于后世的资产定价理论和组合投资理论**起了很大的促进作用**。

这种方法借鉴了很多保险精算的思维原理。

格雷厄姆更加注重有形资产在估值中的地位，同时通过类似保险公司控制经营风险的方法来管理自己的投资风险。

## 第三节　格雷厄姆智慧法则二：隐藏价值

格雷厄姆唯一关心的是股票价格相对于其内在价值是否便宜。

——一个网友的评论

隐蔽资产型公司，是任何一家拥有你注意到了而华尔街专家没有注意到的价值的企业。

——彼得·林奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





（1）隐蔽资产。

对于隐蔽资产的投资，无论是早期的巴菲特还是刚立足于投资界的索罗斯，以及后起之秀彼得·林奇都有过深入的研究和实践，这可以说是价值**投资的最传统形式**。我们来看看最早使用此类手法的本杰明·格雷厄姆是怎么做的。

隐蔽资产就是大众的盲点，未被大众认识到的资产就是隐蔽资产。

本杰明·格雷厄姆 1914 年夏天来到纽伯格—亨德森—劳伯公司做了一名报价员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，**周薪 12 美元**。虽然这份工作是纽约证券交易所最低等的职业之一，但这位未来的华尔街教父却由此开始了他在华尔街传奇性的投资生活。

投机之王 J.L. 也是从报价员开始干起的，他在这段经历当中发现了价格波动的某些规律。

他很快就向公司证明了他的能力。在不到 3 个月的时间里，他就被升职为研究报告撰写人。由于他充足的文学修养和严谨的科学思维，以及渊博的知识，很快就形成了自己简洁而富有逻辑性的文风，在华尔街证券分析舞台独步一时。

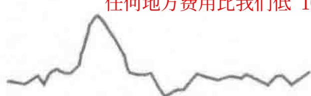
应该感谢纽伯格—亨德森—劳伯公司给格雷厄姆提供了一个很好的实践与研究场所，才使这位未来的股票大师开始全面熟悉证券业的一整套相关知识，了解了包括证券买卖程序、行情分析、买入与卖出时机、股市环境与股市人心等在内的实际运作方法。尽管格雷厄姆未受过正式的商学院教育，但这种源自亲身实践的经验，远远比书本上的描述来得更为深刻有力，这为他日后在股票理论上的探索打下了极为**坚实的基础**。公司老板纽伯格经过仔细观察，发规格雷厄姆身上蕴藏着巨大的潜力与才干。不久，格雷厄姆就又被提升为证券分析师。升任证券分析师是格雷厄姆一生事业的真正开始。

那个时代，没有任何系统的投机理论和投资理论，一切都在摸索之中。J.L. 形成了自己的投机理论，而格雷厄姆则形成了自己的投资理论，多年之后两者命运截然不同。

在格雷厄姆创立证券分析体系之前，证券交易者们习惯以道氏理论**和道琼斯指数来分析股市行情**，而对单一股票、证券的分析尚停留在较为原始、粗糙的阶段，而且普通投资者在投资时通常倾向于债券投资方式，而对于股票投资，投资者普遍认为过于投机，风险太大，令人难以把握。投资者之所以做出如此选择，一方面是因为债券有稳定的收益，而且一旦发行债券的公司破产清算，债券持有人较股东有优先

道氏理论是用来分析大盘和大势的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





清偿权，购买债券的安全系数明显要高于购买股票；另一方面是因为一般公司仅公布笼统的财务报表，使投资者难以了解其真实的财务状况。格雷厄姆通过那些上市股票、债券公司的财务报表，以及对那些公司资产的调查研究发现，上市公司为了隐瞒利润或在债权清理时逃脱责任，常常千方百计地隐瞒公司资产，公司财务报表所披露的是低估后的资产，而这一做法造成的直接后果就是反映到股市上的股票价格往往大大低于其实际价值。**庄家可以通过发布消息来控制股价的涨跌，**股市完全在一种几乎无序而混乱的状态下运行。

格雷厄姆决定拿隐瞒大量资产的公司作为入手处。他开始从上市公司本身、政府管理单位、新闻报道、内部人士等多种渠道收集资料，通过对这些收集到的资料进行研究分析，搜寻那些拥有大量隐匿性资产的公司。

1915 年 9 月，格雷厄姆注意到一家拥有多家铜矿股权的矿业开发公司——哥报海姆公司，该公司当时的股价为每股 68.88 美元。格雷厄姆在获悉该公司即将解散的消息后，通过各种渠道收集这家公司的有关资料，对这家公司的矿产和股价进行了详尽的财务分析，发现了该公司尚有大量的不为人知的隐蔽性资产，通过计算，格雷厄姆准确地判断出该公司股票的市场价值与其实际资产价值之间有一个巨大的价差空间。他认为投资该公司的股票将会带来丰厚的回报，建议纽伯格先生大量买进该股票。纽伯格先生接受了格雷厄姆的建议。当 1917 年 1 月哥报海姆公司宣布解散时，纽伯格—亨德森—劳伯公司从这笔买卖中赚取了数十万美元的利润，其投资回报率高达 18.53%。

下面我们再来看看另外一个例子。洛克菲勒是美国无可争议的石油大王，他所创立的美孚石油公司曾以托拉斯方式企图垄断整个美国的石油市场，但最终被华盛顿联邦最高法院判定违反了《垄断禁止法》遭到解散。按照法律，美孚托拉斯被分割成 39 个在理论上相互竞争的公司。而随着美孚托拉斯的分割，几乎很少有人再去注意那些因分割而散布在美国大地上的昔日洛克菲勒家族的分支机构和企业的详细状况。

20 世纪 20 年代，美孚公司的真实状况一般比较隐秘，使人难识其真容。格雷厄姆经过调查发现，查阅公共服务委员会所存的各公司记录有助于揭示那些公司真实的财务状况。于是，他直奔公共服务委员会，将一些公司的重要数据记录后，再回到华尔街对那些资料进行详尽的研究分析，终于他捕获到他所要瞄准的目标——从洛克菲勒集团中分离出来的 8 家石油管道公司。格雷厄姆决定首先拿北方石油管道公司开刀。

格雷厄姆所搜集到的财务数据显示，北方石油管道公司当时在股市上的市价只有 280 万美元，而它所持有的铁路债券就有 360 万美元，显然，**它的投资价值被严重低估**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





了。**造成这一市场错误的根本原因是投资者没有发现该公司那笔庞大的隐形资产——铁路债券。**而在格雷厄姆看来，当一家公司坐拥一大堆资产而不能创造任何利润时，它便理所当然地成为投资者的目标。徒然拥有价值而不能为企业所用，那么发现它总比让它沉睡要好得多。

上市公司进行的股权投资也会出现被低估的情况。

格雷厄姆在买入北方管道公司5%的股份后，和另一位在北方石油管道公司占有相当比例股份的律师结成同盟，并联合了占总股份38%的中小股东，在董事会会议中提出议案，要求将公司持有的铁路债券兑现，并发给股东相应的红利。因格雷厄姆提出的议案完全符合《公司法》的规定，无奈北方石油管道公司只得同意该议案，发放红利。结果，格雷厄姆不仅每股分得丰厚的红利，而且还在众多投资者的跟风下，在股价上涨后**获利颇丰。**

格雷厄姆这次不仅是投资，也是投机。通过驱使公司公布重大利好来推动股价上涨，这不是题材投机吗？

此后，格雷厄姆又从洛克菲勒集团分离出的其他石油管道公司中挤出其所隐藏的资产，获得了数额可观的利润。格雷厄姆也因此获得了“股市猎手”的称号。格雷厄姆—纽曼公司在格雷厄姆正确的投资策略下，其投资报酬率每年都维持在30%以上，远远高于同期道琼斯工业指数的上涨速度。但格雷厄姆的骄人业绩既非来自恶意炒作，又非来自幕后操纵，而完全是靠他的知识和智慧。他已将证券投资从原始交易的混沌中，提升到一个依靠理性和分析确定投资方向并进而获利的新层面上。

（2）通过对冲交易（套利）把握隐藏价值机会。

索罗斯是对冲交易的高手，其量子基金闻名遐迩，而格雷厄姆作为价值投资的第一代宗师，也进行过对冲交易。1923年初，格雷厄姆离开了纽伯格—亨德森—劳伯公司，决定自立门户。他成立了格兰赫私人基金，资金规模为50万美元。格雷厄姆决定以此为基础，大展宏图。他选中的第一个目标就是赫赫有名的美国化工巨头：**杜邦公司。**

在格兰赫私人基金成立前几年，美国军火巨头杜邦公司利用通用汽车公司正陷于暂时无法偿还银行贷款的财务困境，

1788年，16岁的E.I.杜邦在法国埃松省的化学家安东尼·拉瓦锡实验室当学徒。年轻的杜邦很快掌握了火药生产技术。1802年7月19日，E.I.杜邦从法国移民到美国特拉华州后，在白兰地酒河边买了一块地，开始建造他自己的火药厂。公司发行股票18股，每股2000美元，共集资3.6万美元。1804年5月1日，杜邦开始生产并销售火药。1811年。杜邦是美国最大的火药生产商。2015年，陶氏化学和杜邦美国宣布合并新公司，其将成为全球仅次于巴斯夫的第二大化工企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通过一场蓄谋已久的兼并战，最终兼并了通用汽车公司。杜邦公司对通用汽车公司的兼并形成了两公司交叉持股的状况。到了1923年8月前后，由于第二次世界大战结束，美国经济开始复苏，杜邦公司失去了军火暴利来源，股价急剧下滑，每股股价仅维持在297.85美元左右；而通用汽车公司因汽车市场需求的大增而利润直线上升，每股股价高达385美元。

他注意到杜邦公司和通用汽车公司股价之间存在巨大的差距。经过分析，他认为由于杜邦公司持有通用38%以上的股份，而且这一份额还在不断增加，所以市场现阶段两种股票之间的价格差距就是一种错误，而由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见，一旦这种错误得到纠正之时，就是有眼光的投资者获利之时。

格雷厄姆不仅大笔买进杜邦公司股票，而且更大笔地卖出通用汽车公司的股票。这样，他就会因杜邦公司股票上涨和通用汽车公司股票下跌而双向获利。两个星期后，市场迅速对这两家公司股价之间的差距做出了纠正，杜邦公司股价一路攀升，升至每股365.89美元，而通用汽车公司股票随之下跌，跌至每股370美元左右。格雷厄姆迅速获利了结，不算他卖出吃进通用公司股票之间的差价，其单项投资回报率高达23%。这使格兰赫基金的大小股东们都赚了大笔的钱。

格兰赫基金运作一年半，其投资回报率高达100%以上，远高于同期平均股价79%的上涨幅度，但由于股东与格雷厄姆在分红方案上的意见分歧，格兰赫基金最终不得不以解散而告终。但这却使格雷厄姆意外地遇到了他的最佳黄金搭档：杰罗姆·纽曼。纽曼具有非凡的管理才能，处理起各种繁杂的事务显得游刃有余，这使格雷厄姆可以腾出更多的精力来专注于证券分析，做出投资策略。

格雷厄姆和纽曼组建了新的投资合伙公司：格雷厄姆—纽曼公司，格雷厄姆负责最核心的分析和投资策略，纽曼负责处理与投资有关的各种具体事务。新基金从一开始就表现

一般而言，两个人领导的基金业绩更为稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





得极为强劲，因为格雷厄姆既有基本理性分析的沉稳性，又有超常的洞察力和嗅觉，他的操作**使新基金成绩斐然**。

虽然我们只能找到格雷厄姆可数的对冲交易经历，但是这足以说明对冲交易和价值投资并不矛盾，通过卖出那些价值高估的股票，同时买入那些价值低估的股票，价值投资者可以做得更好，这无疑增加了利润，同时减少了风险，**也许第四代价值投资体系会把对冲纳入操作策略中**，毕竟格雷厄姆已经这样做过了。

（3）重置成本法和价值投资三次进步。

通常而言，格雷厄姆以有形资产的账面价值作为评估价值的基础，我们称之为静态价值评估。下面我们就先看一位叫“明宪”的评论家对格雷厄姆的价值投资方法的分析，接着提出我们认为的价值投资的三次重大进步。

在证券分析中，主要针对企业自身资产和资本的账面价值进行分析，做出买入或卖出决策的投资方法，一般被称为格雷厄姆—多德法。这一方法首先于1932年在格雷厄姆与多德合著的《证券分析》第一版中提出，并迅速被广泛采用。但是，仅仅两年之后，经济学家威廉姆斯提出了股息折现模型，这一模型此后又转化为自由现金流折现模型，成为今天一切证券**分析师最常用的模型**。

程定华先生非常推崇这一模型，其对股指走势的精妙分析很大程度上是基于这一模型。

早在19世纪50年代，对格雷厄姆—多德法的质疑之声就已经不绝于耳。许多基金经理或交易员认为，格雷厄姆已经无法理解当时的华尔街主流思想，即专注于公司的盈利成长能力，而非切实可见的资产。格雷厄姆自己也在《新型普通股投机》一文中指出，由于投资者仅仅关注于盈利和盈利的增长，“资产在许多情况下竟然成为了拖累股价的因素”。他认为，这种局面是荒谬的，只有投机者才会仅仅关注盈利增长，而**忽视资产**。

**但是到了19世纪70年代，即使格雷厄姆本人也把定价模型的重点放在了盈利上。**他提出，应该为当前盈利设定一个合理的（往往是很高的）资本化比率，即折现率，从而得

资产如果不能带来收益，也不能称为资产。资产重置法和收益贴现代表了两种不同的思路，但还是可以结合的，毕竟资产持续期结束后的残值变现其实也是某种程度上的资产重置。资产重置其实是以变卖资产本身换取一次性收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出股票的合理价值。他仍然谈论资产的重要性，但舞台的核心已经被盈利占据。只有一条原则被保留了下来，即格雷厄姆一直对盈利的增长保有怀疑态度，不主张投资者**根据增长前景进行投资**。

盈利前景取决于商业模式的竞争优势和行业趋势，而非资产本身。

格雷厄姆—多德法的衰落有其必然原因。首先，格雷厄姆过于保守，即使在企业净资产的账面价值已经远远低于市值的情况下，他仍然索取50%以上的折扣。例如，一家每股净资产为10美元的企业，其清算价值可能远高于10美元（因为财务报表里的资产价值一般都被低估了），但格雷厄姆只肯为其付出5美元——这种极端保守的思想非常适合1932年之后处于历史性低谷的美国股市，却不适合**今天的绝大多数股票**。

格雷厄姆本人就在大萧条中近乎破产，因此他比巴菲特要保守得多。巴菲特处于美国经济高速稳健增长的阶段，美联储擅长利用放水来挽救资产市场，同时第三产业蓬勃发展，这些则是巴菲特投资思想产生和生长的历史大背景。巴菲特的风格与大的历史风口匹配，这是他能够从众多价值投资者当中脱颖而出的关键。

其次，会计政策过于偏重于消极保护投资者的权益，而非积极地为投资者争取权益。财务会计的稳健性（保守性）原则决定了它无法告知投资者最接近现实的东西，而只能提供一个不可逾越的底线——对资产来说，这个底线就是“账面价值”。编制财务报表已经成为一项过于浩大的技术性工作，完成符合法规的保守性报表已经非常不容易，不可能再去编制一套真正为投资者提供真相的“非保守性报表”。也就是说，资产负债表本身无法告诉我们资产的真正价值，而我们自己努力去寻找资产的价值又要花费太高的成本。

最后，格雷厄姆本人始终没有解决一个根本问题，即无形资产有没有价值的问题。按照1932年的逻辑，不但无形资产没有价值，即使有形资产也至少要计入50%的折扣；在这种苛刻的标准下，所谓品牌价值、客户资源、供应商资源、人力资源或企业文化价值**都没有立足之地**。即使在19世纪50年代以后，格雷厄姆仍然过于保守，对技术类或营销类公司保持强烈的警惕性。他的学生沃伦·巴菲特善于评估无形资产的价值，但更多的是通过预测未来现金流的方法，即威廉姆斯法的改进形式。格雷厄姆—多德法实际上已经完全衰落。

格雷厄姆理论的硬伤在于他没有完全看清楚资产价值的根本来源。资产的最大价值不在于像一般商品一样通过供求来决定，也就是说不是通过资产的重置价格来确定，而是取决于资产与特定商业模式结合后的收益流。格雷厄姆形成理论的时代恰好是一个破产盛行的时代，在那样的历史背景下价值往往取决于破产时可以变卖资产的市场价格。

今天，仅仅在对原材料企业、能源企业等资本密集型行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





业的定价中，还存在着类似格雷厄姆—多德法的定价模型，即所谓资产重**置成本法**。在任何财务报表分析教科书上，这种模型都被视为简单的、近似的模型，不值得深入讨论。很多专业人士的共同意见是，预测现金流已经成为当前一切定价模型的核心，资产只在很小的范围内发挥作用，其核心在于对所谓的硬资产进行定价。

但是，就我的经验而言，对于大宗商品和能源类企业，经济周期对于估值的影响更大。

假设一家金矿开采公司向一家同行提出收购要约，那么，分析师首先考虑的不是这家同行未来多年的自由现金流，而是它拥有多少可开采的金矿资源，以及开采这些资源所需耗费的成本。例如，"对每吨黄金储备开出 100 万美元的价码"，可能是在这种收购中经常听到的说法。分析师认为，对黄金、石油乃至森林等自然资源产业来说，真正有价值的是资源储备，所以适合**采用资产定价法**。假设 A 石油公司的股价可以折算为"每桶石油储备 25 美元"，B 石油公司的股价却是"每桶石油储备 40 美元"，而两家石油公司的储备又无太大不同，分析师就可以认为 B 公司的股价可能是被高估了。

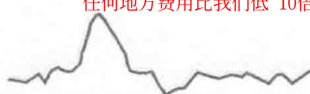
自然资源企业的资源本身是由市场定价的，而未来的市场定价需要投资者去预判。

当然，以上的资产定价法仍然存在严重的问题，即没有考虑到金矿开采公司还有黄金熔铸、黄金制品制造等业务，石油公司的价值则很大程度上来自运输能力（船队和输油管）。无论如何，分析师们认为自然资源是金矿或石油公司价值的最主要部分，确定了资源的价值就等于确定了公司的大部分价值。我们同样可以想到，高技术公司价值的主要部分在于拥有专利的或正在开发的技术，营销型公司价值的主要部分在于品牌和供应链，证券公司价值的主要部分在于人力和客户。这些都是无形资产，并且具备价值，投资者都公认这一点。

**资产重置成本法的精髓就在于最大限度地利用市场原理，求出公司拥有的核心资产的市场价值，然后把这些资产组合起来**。我们以宝洁公司为例，它的绝大部分价值首先来自它漫长的日用产品线，其中每一个品牌都是重要的无形资产。其次为品牌进行估价的技术现在已经比较成熟，我们可以耐

不同类型公司的未来收益流来自不同的资产，而对这些资产进行估值的方法是不同的，因此不同类型公司的估值方法是不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





心地将这些品牌的价值集合起来，下一步就是求出宝洁目前拥有的供应链和生产设备的价值——如果品牌的价值能够确定，那么后两者的价值就更容易确定了。最后一个比较棘手的问题是确定人力资源的价值，即培养一个由数十万工程师、营销人员、销售人员、财务人员和行政人员组成的劳动力需要多少时间和金钱。

以上“资产重置成本法”应该站在什么样的角度进行，才能最大限度地做到公平客观？最好的方法莫过于假设你要成立一家与目标公司类似的公司，并且在尽可能短的时间内获得与目标公司相同的市场地位和盈利能力。宝洁公司这个目标或许过于复杂了，那么我们以星巴克这家相对简单的连锁咖啡店为例。需要花费多少资源才能建立起一个可以与星巴克匹敌的连锁咖啡店？它至少需要具备如下素质：第一，拥有与星巴克一样多的店面租赁合约（并且地段类似）；第二，拥有与星巴克一样多的咖啡豆供应合约（并且质量类似）；第三，拥有与星巴克知名度等同的品牌形象（这可以通过广告费折现的方式进行估算）；第四，拥有与星巴克类似的员工队伍，其中既包括一般的小时工，也包括经过培训的对咖啡研磨比较熟悉的所谓“咖啡大师”；第五，如果星巴克真的像它声称的一样拥有所谓“独家烘焙技术”，我们还应该估算自己开发或买下这个技术需要多少钱。

一切的原则其实是一样的，复制一个星巴克（假设它可以复制）。当然，你可以说这种估价方法本身的假设就荒诞不经，因为企业都是各自不同的，哪能复制呢？可是我们应该想到，现金流折现本身的假设也是站不住脚的，仅仅是预测十年以上现金流及未来无穷年的终值这一点就足以让人头疼，更不用说对资本成本的估计，恐怕永远是一笔糊涂账了。

现金流能否形成向上趋势，主要取决于公司是否具有持续的竞争优势，而且这些只能从商业的角度去分析，而非简单的财务数据建模和外推。

我们的世界需要更多种不同的估价策略。现金流折现模型（以及股息折现模型）统治这个世界的时间太长了，它和乘数模型（主要是 P/E 或 EV/EBITDA）一起构成了当前证券分析领域的几乎全部方法。学术研究人员提出了一些华而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





实的方法，例如剩余收益模型（Residual Earning Model）和异常收益增长模型（Abnormal Earning Growth Model），还有在科技股定价中常见的期权定价模型（Option Pricing Model）。但是，以上模型归根结底都是建立在盈利预期和波动性基础上的。在这些模型中增加一个以资产（包括无形资产）为基础的模型并不为过。

“明宪”先生本人尝试过预测未来多年的现金流，也尝试过直接估计一项资产的重置成本。对大部分投资者来说，这两者没有本质的优劣之分，**关键在于究竟哪种情况更合适。**我们讨论资本成本、盈利预期之类立足于未来的话题已经很多了，甚至已经忘记了讨论现在的话题——冰冷坚硬的有形资产，无法触摸却拥有价值的无形资产，以及一般不被看作资产的人力资产或管理层资产。遗憾的是，学术界和实务界在估计无形资产的重置成本方面，所做的工作还是不够的。通向正确的投资决策的道路不止一条，希望有一天，我们能够重新发现格雷厄姆—多德定价模型的合理之处，并依据格雷厄姆和多德当年的教诲，对我们采用的模型进行一些调整。这不是一场革命，只是一个合理的复兴而已。

因地制流！

上面就是“明宪”对格雷厄姆价值评估方法的分析。从中可以看到他试图用动态价值评估对静态价值评估做出超越，这无疑是菲利普·费雪和彼得·林奇已经在做的事情，当然这些人没有那么深奥复杂的数理模型，但是理念上他们确实已经超越了格雷厄姆，并且实践上他们也证明了其超越是真实的。

我们认为（下面是关键要点，务必多读几遍）：

● 格雷厄姆是第一代价值投资的典范，他以有形资产作为价值评估的基础，这是一种动态的价值评估。

● 巴菲特是第二代价值投资的典范，他更多地考虑的是**可以提供持续竞争优势的无形资产的价值**，而无形价值基本上可以算作是动态价值评估的基础，但却不是动态价值评估本身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





● 索罗斯虽然“自学成才”，但是他也使用了与格雷厄姆类似的投资理念，而且他主要是将价值投资的方法运用于更广泛的资产，由于他投资的期限较短，价值动态变化可以不考虑，所以他主要是利用当前价值和价格的差异进行投资，这也是一种静态价值，早期他运用于存在隐藏价值的欧洲公司，后来运用于价值高估和低估的“国别证券”——外汇，其实外汇就是国家发行的股票，他也算是**第二代价值投资的典范**。

● 彼得·林奇近乎菲利普·费雪的化身，他比巴菲特走得更远，他将闲聊技术和成长性技术纳入了价值投资的范畴，他根据成长性来投资，基本上他以收益和成长性作为价值评估的基础，这就是动态的价值评估了。所以，林奇是第三代价值投资的典范。

## 第四节　格雷厄姆智慧法则三：绝不轻信

尽管市场监管很严厉，公司仍旧可以利用新的会计方法操纵收益。

——本杰明·格雷厄姆

(1) 小道消息与萨幅轮胎事件。

任何一个初入股市的人都会为小道消息所误导。早年的格雷厄姆作为证券分析师，因其对投资股票的准确判断而开始在华尔街有了一些名声，他决定在华尔街小试牛刀。他应一些亲戚和朋友之邀开始尝试为一些私人做投资。

任何一次失败都是上天为了你更加成功而给出的善意反馈。

在私人投资业务刚开始时，格雷厄姆的操作确实获得了良好的收益，但一年后发生的“萨幅轮胎事件”却给格雷厄**姆带来一记重创**。

当时在华尔街暗中盛行一种买入即将公开上市公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





票，待其上市后再从中套利的**操作手法**。格雷厄姆的一位朋友向他介绍说，萨幅轮胎公司的股票即将公开上市。格雷厄姆未及仔细分析，便联合一批同事、朋友分批购入萨幅轮胎公司的股票。但这些股票认购纯粹是一种市场操纵行为，幕后操纵者在将该股股价狂炒之后，突然抛售，致使包括格雷厄姆在内的大批投资者被无情**套牢，而该股票最终也无法上市**。

类似的机会也大量出现在我国20世纪90年代。

其实，这是主力利用题材坐庄。

“萨幅轮胎事件”给格雷厄姆上了生动的一课，使格雷厄姆对华尔街的本质有了更深刻的认识，同时，也使格雷厄姆从中得出了两点经验：一是不能轻信所谓的“内部消息”，二是对人为操纵市场要保持高度的戒心。这些都促使**格雷厄姆逐渐走向成熟**。

同样一件事情，如果放在J.L.身上，那么他一定总结出关于投机的新见解。

1920年，格雷厄姆又荣升为纽伯格—亨德森—劳伯公司的合伙人。他继续通过实践积累更多的经验。随着他的一个又一个辉煌的胜利，他的投资能力和投资理念日渐成熟。

在格雷厄姆看来，投机并不是一项好的投资，因为投机是建立在消息上面的，其风险非常高。当股价已升至高档的上端时，很难说哪一只股票没有下跌的风险，即便是绩优股也不例外。所以，从严格的意义上来讲，**基于事实本身的投资和基于消息的投机，两者所蕴含的风险是截然不同的**。如果一家公司真的营运良好，则其股票所含的投资风险便小，其未来的获利能力一定比较高。同时，格雷厄姆还认为，风险在股市上是永远存在的，没有风险就没有股市，任何一个投资者要想成功，均需依靠行之有效的技巧来规避风险并进而获利。格雷厄姆将期权买卖交易运用到规避投资风险上，为自己的投资组合设计了一整套系统保险方案，如当一证券看涨时，仅花少许金额买下它的看涨期权，待日后升值时再以约定价格低价买进；当某一证券看跌时，花少许金额买进其看跌期权，以便将来下跌后再以约定价格高价卖出。期权买卖利用其杠杆作用，可以以小搏大，使得无论市场走向如何，都具有投资获利的潜力。即使对证券价格走向判断失误，

投机主要受到流动性和风险情绪变化的影响，而投资主要受到公司业绩走向的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，趋势越是确定和明显时，则期权的费用也会显著上涨，因此就算期权的损失是有限的，但是如果不能先知先觉，那么也要承担更大的成本和更低的获利潜能。

**其损失最多只限于购买期权时所投入的一小笔资金，而不至于一落千丈。**

格雷厄姆规避风险的技术对于那些时刻担心自己的投资会因证券市场的变幻莫测而损失殆尽的投资者而言无疑算得上是一种稳妥之策。因为善于利用各种技巧和策略来限制和分散风险，因此格雷厄姆在华尔街树立起了自己的崇高信誉。

（2）财务欺骗和格雷厄姆的会计思想。

一家公司的股价在其未来业绩的带动下不断向上攀升，投资者切忌盲目追涨，而应以怀疑的态度去了解这家公司的真实状况。因为即使是采取最严格的会计准则，近期内的盈余也可能是会计师所伪造的。而且公司采用不同的会计政策核算出来的业绩也会造成很大差异。**投资者应注意仔细分析这些新产生的业绩增长是真正意义上的增长，还是由于所采用的会计政策带来的增长，特别是对会计报告的附注内容更要多加留意。**任何不正确的预期都会歪曲企业的面貌，投资者必须尽可能准确地做出评估，并且密切注意其后续发展。

格雷厄姆在 1937 年出版的《财务报表释义》中介绍了一种迅速掌握会计学原理的方法，包括这些原理如何在资产负债表和收益表中得到应用以及投资者应从会计账簿中获取何种信息的说明。他在哥伦比亚大学的课程就是以这样的原理为基础的。

如果一家公司在繁荣时期的流动性状况紧张，那么经济步入滞涨和衰退之后，这家公司的经营就会变得极其危险。

流动资本是当前资产超过当前负债的余额，是衡量公司实力的一个关键因素。它是公司日常运转的资金来源，通过检查流动资本及其在一定期间内的变动情况，投资者就可以了解管理者扩大资产和**应付经济变化的能力。**

现金这个术语包括严格意义上的现金、可交易的证券或任何可以暂时代替货币的资产。公司持有现金的额度应该是正常经营所需再加上合理的余额，以应付紧急事件——虽然紧急事件时有发生。格雷厄姆写道："如果现金持有量与证券的市场价格相比数目巨大，投资者就应该注意了。在这种情况下，股票的价值要高于其收入记录所表明的价值，因为现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





金持有量代表了很大一部分价值，却对收入没有什么贡献。最终，股东将从这些现金资产中得到好处：要么把它**分配**，**要么使它在经营中得到有效利用。"**

在市场上善于掘金和狙击公司的人很明白这个道理。近年来，越来越多的"狙击者"把目光对准了现金丰富的公司，将现金席卷而逃。事实上，格雷厄姆自己也是利用了这一点。如果一个投资者对这种资金臃肿的现象发现得足够早，他甚至可以从接收合并的**纷争中获利**。

库克掌舵苹果公司的时候，有段时间账面上现金太多，以至于一些持股的对冲基金要求将这些现金的一部分作为红利派发。

太多的现金躺在账面上意味着有更好的利用方式，这是一笔被闲置的资本，通过动用这笔资本可以更好地提升估值。

固定资产包括土地、房屋、设备和办公家具。时间能使有些资产增值，有些资产贬值。因此，它的真正价值很难判断。土地这类固定资产的价值相对而言比较容易核算，只要存在自由买卖的土地市场，那么土地的价格就容易核算。设备除了物质折旧之外还存在精神折旧，也就是说，随着技术的发展，设备的价值其实一直在下降。至于折旧后的设备能够以多少钱价格卖出去，除非存在发达的二手设备市场，否则估值上也需要偏于保守才行。

尽管格雷厄姆也和同时代的其他证券分析师一样对无形资产表示怀疑，他仍然意识到无形资产是具有一定程度实际价值的。从最低程度上讲，品牌和注册商标之类的商誉算得上是真正的资产。偏重于财务数字的分析对于无形资产无法很好地把握，因为无形资产主要是基于商业运营和竞争优势产生的。

倘若公司将所有资产出售，用来清偿了所有债务，这个时候通常就把账面价值视为它的价值。如果随着资产的转移，经营还能近乎平稳地进行下去，那么出售所得肯定高于有形资产的净值。格雷厄姆在大萧条的时代背景下，面对的是破产频繁的上市公司，他面对着大量这样的机会，所以他的投资理论必然扎根当时的时代背景，以破产清算时的收益能否抵补买入股票时的成本作为投资的首要原则。

他说，这是因为现有资产在清偿过程中的损失少于固定资产。格雷厄姆还注意到，**如果一个公司以低于其现有资产**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市净率小于1表明市场在计入一些未来风险，比如虽然现在某家钢铁企业的股价低于其净资产，但是考虑到这家公司未来继续大额亏损的可能性很高，因此净资产以后还会大幅下降，所以这个时候市净率低于1，并不代表真正的安全边界。

**净值的价格进行交易，仅凭这一点还不能证明它的股票价值被低估了。**现有资产净值的计算方法是从现有资产中减去现有负债。

美国的股票与债券一样，存在一个票面金额，尽管“票面金额”这个词还在股票交易中使用，不过其意义却已经非常模糊了。票面金额曾经代表股票发售时的初始价格，用于计算股东的原始投资。后来，还被用来表示这项投资在多年中的增值情况。后来，上市公司随意确定票面价值，而且这也只是出于记账的需要。

对于A股投资者而言，这一准财务数据对于财务分析并无用处，大致了解有这么一回事即可。

（3）常见的财务陷阱。

现在会计制度已经比格雷厄姆当时更为严格了，但是操纵财务报表的情况还是不断发生，我们现在就结合现在的情况分析一下主要的财务陷阱，这样可以更好地理解格雷厄姆审慎的投资态度。上市公司的年度报告及财务报表是投资者分析其质素的重要材料。值得注意的是，财务报表在自然反映公司的行业、竞争及经营管理情况之外，公司的管理层出于维护公司形象，达到融资的条件，转移利润以及规避税收等考虑，还可对其进行有意安排，投资者可能据之做出错误的判断，因而可以认为这些财务安排是投资者进行上市**公司价值判断中的“陷阱”**。我们下面具体看看现在经常遇到的14类财务报表“陷阱”。

A股也出现一些奇葩的财务造假手法，其实都非常拙劣。

● **不同控股程度子公司间的销售安排**　在同时拥有几家不同控股程度的子公司且均经营同一业务的情况下，上市公司可在不同控股程度的子公司之间分配订单以达到调节利润的目的。如果上市公司想增加利润，可将订单全部或大部分交由本部工厂或控股程度高的子公司生产，降低少数股东损益；反之，则是将订单大部分交由控股程度低的子公司生产，提高少数股东收益，如少数股东为上市公司的控股股东，则控股股东所获收益因此增加。该手段也常被上市公司用来规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





避税收。

● **上市公司溢价采购控股子公司产品及劳务形成固定资产** 上市公司如采购控股子公司的产品用于再销售，则其溢价需合并抵消，因而对合并报表的盈利无贡献。但如果上市公司溢价采购控股子公司产品及劳务形成固定资产，一方面，该类交易无须披露；另一方面，上市公司采购后形成固定资产，则子公司的销售可确认实现。由此，子公司的收益可确认为当期合并报表利润，而上市公司的固定资产虽定价过高，但因其折旧分多年提取，因而当期利润增加因素远高于因折旧增加而导致的利润减少因素。

● **销售给控股股东和非控股子公司** 上市公司将产品销售给控股股东和非控股子公司，因无须合并报表，因而不必以对外销售作为最终的销售实现。对于上市公司而言，销售收入会因此增加，同时应收账款和利润也增加；而对于控股股东和非控股子公司来说，则是应付账款和存货的增加。总体而言，并未对外实现销售，但上市公司自身已合法地实现了销售。这种制造利润的手段很难持续，而且应收账款的潜在坏账损失风险较大。

● **销售收入确认方式的变更** 有一类上市公司，它们并非销售单一产品，而是销售整个系统，需要实施、安装与服务，销售过程持续时间长，因而收入并非一次实现。特别是对于跨年度实现的销售，需要在年度间分配利润。一般企业根据销售的不同阶段划分收入实现比率，而该类比率的变化，无疑会影响到当期盈利。如果当年接获的订单很多，而公司如提高开始阶段收入实现比率，**则当期利润增加。**

销售收入确认方式的变更可以通过现金流量表来揭穿。

● **不同成本费用项目之间的分类变化** 虽然企业财务会计制度对成本以及各项费用有较为明确的划分，但有些项目的归类仍有一定的弹性。比如销售折扣，有的上市公司将其单列为一个项目，而有的上市公司将其归入销售费用，作为给分销或零售商的销售佣金。该种归类的变化会导致费用比率非经常性的波动。此外在销售费用和管理费用之间，也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一些归类上的差异，如对销售办事处的租金及折旧支出，有的上市公司将其归入管理费用，有的将其归入销售费用。如果上市公司的归类发生变化，则费用比率也会发生相应的变化。

● **广告费用与商标使用费** 对于拥有自有品牌的上市公司而言，其广告费用的政策变化主要是：将广告费用视为收益性支出计入当期销售费用或是将广告费用支出视为资本性支出分期摊销。该类政策的变化对广告费用支出较大的消费品类公司影响很大。对于使用控股股东品牌的上市公司而言，一种情况是控股股东支付当期广告费用，而上市公司按该品牌产品的销售额提取一定比率支付给控股股东作为商标使用费；另一种情况是上市公司除支付商标使用费外，还支付当期广告费用。前一种情况高估了当期利润，后一种情况则是低估了当期利润。

● **利息费用** 上市公司与控股股东以及非控股子公司之间存在大量的资金往来，一般而言，上市公司可通过资本市场筹集资金，资金较为充裕，因此控股股东占用上市公司资金的情况较为普遍。对于占用的资金，有的上市公司不收取资金占用费；对于收取资金占用费的上市公司，其收取的费用比率又有区别。如果上市公司与其关联方之间资金占用费用巨大，则收取的利息费用对当期利润影响巨大。此外，利息费用的资本化也常被用来作为降低费用和提高利润的手段。

● **所得税返还款的确认期间** 对于返还的所得税款，部分上市公司采用权责发生制来确认，部分上市公司则采用收付实现制来确认，也就是在实际收到所得税返还款时确认收益。如确认政策有变动，或是采用收付实现制来确认，则不同期间的所得税返还款确认金额存在较大弹性。

● **通过内部转移价格规避增值税** 对于实行垂直一体化的上市公司，如果上游环节免交增值税，但其免交的增值税额仍可作为下游环节的进项税额进行抵扣，则上市公司可通过提高上游环节的内部转移价格，提高进项税额，从而达到规避增值税的目的，而且对于免交增值税的企业，其被抵扣的进项税额将直接降低成本，提高利润。

● **资产溢价转让，提高当期收益** 资产转让是上市公司提高当期收益的最便捷手段，特别是对于控股股东实力雄厚的上市公司，控股股东对其支持的主要手段便是溢价收购上市公司的不良资产，包括应收账款、存货、投资以及固定资产等，这通常是资产重组的第一步。

● **以不良实物资产对外投资** 上市公司以不良实物资产与控股股东合资成立公司，由此来降低该不良资产给上市公司带来的损失。

● **调节股权投资比率** 根据企业会计准则的规定，上市公司对于持有股权比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





20%以下的子公司一般采用成本核算法；对于持有股权比率20%以上的子公司采用权益核算法。采用成本核算法的子公司的收益必须在分红时才能体现为母公司的收益，而同样子公司的亏损也不会反映在当期的母公司的报表中。而采用收益核算法的子公司的收益，一般在当期按母公司持有的股权比率确认为当期的损益。因此对于连年亏损的子公司，上市公司一般将其股权减持至19%，以暂时隐藏该项亏损；而对于盈利状况较好的子公司，如股权比率在20%以下的，上市公司一般会寻求提高股权比率至20%以上。

● **折旧和摊销年限的变化** 对于某些上市公司而言，固定资产折旧占销售收入的比重很大，因而固定资产折旧金额的变化对最终利润的影响也较大。上市公司一般通过将折旧比率确定为一个区间，从而在每年折旧金额确定上拥有较大弹性。上市公司在收购股权过程中会形成股权投资差额的借方余额或贷方余额，对于借方余额，一般是溢价收购所形成，会计准则要求在十年内摊销完；对于贷方余额，一般是折价收购所形成，要求在十年以上期间内摊销完。由此在确定摊销年限方面，上市公司拥有一定的调节余地。此外，溢价收购的资产可产生回报的时间可能仅在五年以内或是更短，而溢价的成本摊销则可长达十年，因而该项投资短期收益被人为提高，而长期收益会大幅下降，甚至亏损。

● **各类资产减值准备的提取和冲回** 目前要求提取减值准备的资产有应收款项（坏账准备）、存货（存货跌价损失准备）、长短期投资（长短期投资减值准备），另外，固定资产也渴望要求提取减值准备。以上各项准备的提取在实施当年因允许追溯调整，从而给上市公司机会将各类损失在以前各年度体现，因而只影响到当期股东权益的年初未分配利润，而对当期利润没有太大影响。此外在准备提取和冲回方面，上市公司有很大的自我调节余地。

现金流量表可以作为一个揭穿财务作假的重要工具，同时搞清楚上市公司的主要客户关系也能够帮助我们规避很多陷阱。

## 第五节 格雷厄姆智慧法则四：分散投资

投资者应该持有多种证券，并且每种证券的数量要尽可能地少。

——本杰明·格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于交易者来说，多样化也许是最重要，也是最被低估的工具。

——理查德·魏斯曼

不要过分强调多样化

——菲利普·费雪

（1）组合投资的开创者。

格雷厄姆是组合投资的先驱之一，他认为投资者应合理规划手中的投资组合，一般手中应保持25%的债券或与债券等值的投资和25%的股票投资，另外50%的资金可视股票和债券的价格变化而灵活分配其比重。当股票的**盈利率**高于债券时，投资者可多购买一些股票；当股票的盈利率低于债券时，投资者则应多购买债券。当然，格雷厄姆也特别提醒投资者，使用上述规则只有在股市牛市时才有效。一旦股市陷入熊市时，投资者必须当机立断卖掉手中所持有的大部分股票和债券，而仅保持25%仓位的股票或债券，而这25%仓位的股票或债券是为了以后股市发生转向**时所预留的准备**。

盈利率可以看成是市盈率的倒数。

格雷厄姆深受大熊市之害，因此对他而言最为重要的一点是安全。

实行分散投资的意义就在于降低投资风险，保证投资者收益的稳定性。因为一旦一种证券不景气时另一种证券的收益可能会上升，这样各种证券的收益和风险在相互抵消后，仍然能获得较好的投资收益。

证券分散投资包括四个方面：对象分散法；时机分散法；地域分散法；期限分散法。

对象分散法就是投资者在证券投资时，应将其投资的资金广泛分布于各种不同种类的投资对象上。具体而言，在证券对象上，可用一部分资金购买政府债券，一部分资金购买公司债券，还有一部分资金购买股票。在行业对象上，应避免将资金集中投放在一个行业或板块上，而应分散投资在各种行业或板块上。即使是在同一个行业或板块也应分资金去购买不同的企业或公司的证券，而不应投资购买一家公司的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





时机分散是指由于证券市场瞬息万变，人们很难准确把握证券行市的变化，有时甚至会出现失误，为此在投资时机上可以分散进行。也就是说，投资者在购买证券时可以慢慢投入，经过几个月或更长时间完成投资。这样可避免由于投资时机过于集中或者把握不准时机而带来的风险。

地域分散法是指投资者不应仅持有某一地区的证券，而应购买国内各个地区乃至国际金融市场上发行的各国证券。这样做的好处是可以避免由于某一地区政治、经济的动荡而可能出现的投资损失。

期限分散是指由于不同时期市场利率的变化方向和变动幅度不同，从而导致不同期限的证券市场的变动方向和变动幅度也大不一样。实行期限分散化，购买不同期限的证券，就可以减少利率变动对投资者所持有证券行市的影响，**降低利率风险。**

不确定性的存在导致了分散投资的必要性。随着相对确定性的提高，集中投资的必要性也会相应提升。

（2）现代投资理论的产生与发展。

现代投资组合理论是在格雷厄姆的基础上发展起来的。现代投资组合理论主要由投资组合理论、资本资产定价模型、APT 模型、有效市场理论以及行为金融理论等部分组成。它们的发展极大地改变了过去主要依赖基本分析的传统投资管理实践，使现代投资管理日益朝着系统化、科学化及**组合化的方向发展。**

大型资本管理肯定离不开资产组合的问题。

1952 年 3 月，美国经济学家哈里·马考威茨发表了《证券组合选择》的论文，作为现代证券组合管理理论的开端。马考威茨对风险和收益进行了量化，建立的是均值方差模型，提出了确定最佳资产组合的基本模型。由于这一方法要求计算所有资产的协方差矩阵，严重制约了其在实践中的应用。

1963 年，威廉·夏普提出了可以对协方差矩阵加以简化估计的单因素模型，极大地推动了投资组合理论的实际应用。

20 世纪 60 年代，夏普、林特和莫森分别于 1964 年、1965 年和 1966 年提出了资本资产定价模型（CAPM）。该模型不仅提供了评价收益—风险相互转换特征的可运作框架，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资本资产定价模型的提出是资本管理理论界一个标志性事件。

也为投资组合分析、基金绩效评价提供了重要的理论基础。

1976年，针对CAPM模型所存在的不可检验性的缺陷，罗斯提出了一种替代性的资本资产定价模型，即APT模型。该模型直接导致了多指数投资组合分析方法在投资实践上的广泛应用。

我们来比较一下格雷厄姆时代之前的投资组合理论和之后的投资组合理论。

- **传统投资组合的思想——多样化。**不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里面，否则“倾巢无完卵”；组合中资产数量越多，分散风险越大。
- **现代投资组合的思想——最优化。**最优投资比例讲的是组合的风险与组合中资产的收益之间的关系有关。在一定条件下，存在一组使得组合风险最小的投资比例。最优组合规模讲的是随着组合中资产种数增加，组合的风险下降，但是组合管理的成本提高。当组合中资产的种数达到一定数量后，风险无法继续下降。

(3) 现代投资组合理论的应用和影响力。

投资组合理论为有效投资组合的构建和投资组合的分析提供了重要的思想基础和一整套分析体系，其对现代投资管理实践的影响主要表现在以下4个方面：

第一，马考威茨首次对风险和收益这两个投资管理中的基础性概念进行了准确的定义，从此，同时考虑风险和收益就作为描述合理投资目标缺一不可的两个要件（参数）。在马考威茨之前，投资顾问和基金经理尽管也会顾及风险因素，但由于不能对风险加以有效的衡量，也就只能将注意力放在投资的收益方面。马考威茨用投资回报的期望值（均值）表示投资收益（率），用方差（或标准差）表示收益的风险，解决了对资产的风险衡量问题，并认为典型的投资者是风险回避者，他们在追求高预期收益的同时会尽量回避风险。据此马考威茨提供了以均值—方差分析为基础的最大化效用的一整套组合投资理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第二，投资组合理论关于分散投资的合理性的阐述为基金管理业的存在提供了重要的理论依据。在马考威茨之前，尽管人们很早就对分散投资能够降低风险有一定的认识，但从未在理论上形成系统化的认识。投资组合的方差公式说明投资组合的方差并不是组合中各个证券方差的简单线性组合，而是在很大程度上取决于证券之间的相关关系。单个证券本身的收益和标准差指标对投资者可能并不具有吸引力，但如果它与投资组合中的证券相关性小甚至是负相关，它就会被纳入组合。当组合中的证券数量较多时，投资组合的方差的大小在很大程度上更多地取决于证券之间的协方差，单个证券的方差则会居于次要地位。因此投资组合的方差公式对分散投资的合理性不但提供了理论上的解释，而且提供了有效分散投资的实际指引。

第三，马考威茨提出的“有效投资组合”的概念，使基金经理从过去一直关注于对单个证券的分析转向了对构建有效投资组合的重视。自 20 世纪 50 年代初，马考威茨发表其著名的论文以来，投资管理已从过去专注于选股转为对分散投资和组合中资产之间的相互关系上来。事实上投资组合理论已将投资管理的概念扩展为组合管理。从而也就使投资管理的实践发生了革命性的变化。

第四，马考威茨的投资组合理论已被广泛应用到了投资组合中各主要资产类型的最优配置的活动中，并被实践证明是行之有效的。

## 第六节 格雷厄姆智慧法则五：要有耐心

每个投资者应该为可能不妙的短期效果做好资金和精神上的准备。

——本杰明·格雷厄姆

宁静致远，淡泊明志。

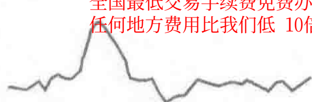
——诸葛亮

（1）长期投资的意义。

格雷厄姆有一句至理名言，被他众多弟子引用：**“从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。”**长期投资的之所以有意义，主要有三个原因。

第一，格雷厄姆发现价值比价格的变动更慢，而价格在长期内倾向于回归价值。变动慢的价值比变动快的价格更容易为人类的认知能所把握，而价值对价格的主导在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





激烈竞争必然导致个体倾向于最理性的行为，持续竞争必然导致超额利润最终消失。

长期内才能发挥作用，所以从价格价值的二元变动规律出发，必须坚持长期投资。

第二，短期交易使得交易者离市场更近，容易受到价格和其他投资者情绪的影响，从而形成非理性的决策，而长期投资由于离市场更远，不容易受到价格和群体情绪的影响，所以长期投资可以使得投资者更为理性。

第三，长期投资可以利用复利原理，利滚利，财富增值远比短期投资快，更为重要的是长期投资可以节省交易费用。从累计收益和节省交易费用的角度来看，长期投资具有重要意义。

从以上三点，我们就知道格雷厄姆关于“要有耐心”的说法是正确的。

（2）长期投资存在的困难。

长期投资固然是必要的，但同时也存在很多困难。为什么实际操作中长期投资如此艰难呢？我们找到了如下理由，这些理由是由钟兆民先生总结出来的，其中具有深刻的洞见：

首先，能长期生存、基业长青的企业为数甚少，发现长青企业同样挑战智慧。据美国《财富》杂志报道，美国大约62%的企业寿命不超过5年，只有2%的企业寿命达到50年，中小企业平均寿命不到7年，大企业平均寿命不足40年；一般的跨国公司平均寿命为10~12年；世界500强企业平均寿命为40~42年，1000强企业平均寿命为30年。中国集团公司的平均寿命是7~8年；小企业的平均寿命是2.9年，中国企业的平均寿命约3.5年。百年企业，铸就辉煌，追求基业长青，几乎成为每个企业的目标。但根据上文数据可以看出真正做**到基业长青是企业家最大的挑战**。

很多企业管理类书籍将企业发展壮大的原因归结为一些管理者和企业的特质，其实并不中肯。任何企业繁荣的根本原因在于契合特定的大背景。

而作为投资者，由于受到每个人的知识经验的局限，发现基业长青的企业也充满挑战。正如查理·芒格所言：**对于一个投资者来说，一生中能发现一到两个真正杰出的长存的企业并坚持长期投资，就已经会十分富有。**

另外在长期投资过程中，**企业不断面临新的内部和外部**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**变化。**例如：企业内部会出现股东的变化、管理层的更替等。企业的外部环境同样日新月异，如万科面临宏观地产调控，股价持续下跌，如何处理投资时时面临不确定性。要在长达数十年甚至更长时期内坚定地对一个企业做长期投资，是对人性和智慧的挑战。发现一家杰出长存的企业很难，但像珍藏珠宝一样长期珍藏公司则难上加难！

其次，诱惑长期投资者的美丽女妖塞任——波段操作。

根据这位专业人士的十年从业观察，99%以上的投资者很难抗拒“波段操作”。而且这个比例并没有下降的趋势，假如将股市比喻成大海，投资者是希望达到彼岸的海员的话，那么“波段操作”极似希腊神话中的半岛半人的女妖塞任，常用美妙的歌声引诱航海者。“波段操作”本身并没有错误，而且是使投资者收益最大的理想化方法，像塞任的歌声那样美妙绝伦，问题是在于历史的长河中和实际操作中几乎没有人能持续成功。

钟兆民先生的话反映了绝大多数人对长期投资的担忧，而这些担忧是有着现实依据的，其实巴菲特很好地解决了这一问题，可能他也是那一代价值投资者中唯一解决了这一问题的一个。关于他的解决之道可以翻看本书第三章关于市场专利的那一节。

(3) 格雷厄姆和巴菲特不同的长期投资手法。

在格雷厄姆看来投资就是价值投资，同时也是长期投资，三个词的内涵是一样的。其他价值投资者也认同这种看法，但是对于所谓的价值却存在很大的分歧，在投资手法上也大为不同。我们这里就来谈谈格雷厄姆和巴菲特两师徒在长期投资上存在的差异。

**格雷厄姆主要基于静态价值进行投资，具体而言就是有形资产，通过对有形资产为核心的价值进行评估，他得出了价值和价格之间的差值，**通常而言，由于是基于静态价值评估，所以他基本上不管公司长期的成长和盈利情况，只要账面上的价值在股价上得到了体现，他就会抽回投资，投到下

任何方法都是有前提的，这个前提往往随着时代背景的变化而消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个具有隐藏价值的公司上。所以，他的价值投资一定没有巴菲特那么长，他的盈利状况也没有巴菲特那么好，最为关键的是**随着有形资产盈利能力的提高，随着证券分析技术的进步，格雷厄姆那种以有形资产为基础寻找隐藏价值的方法逐渐失去市场。**

巴菲特早期的证券投资完全遵循格雷厄姆的方法，后来随着实践出现了问题，巴菲特才开始反省。其实，格雷厄姆的价值投资基本上就类似于保险精算，通过分散投资来获取大概率情况下的收益，而巴菲特由于天性使然，所以一直持有较少的股票，这使得他无法获得像格雷厄姆一样稳定的收益，所以他陷入了理论和实践上的冲突。之后，他认识了查理·芒格和菲利普·费雪，他们让巴菲特明白了无形资产的价值，而彭博的著作更让巴菲特明白了持久竞争优势对于长期价值投资的重要性，由此巴菲特开始将集中投资法与无形资产价值评估有机结合起来。**巴菲特的方法也是寻找价值和价格之间的背离，但是他看的是包括无形资产在内的价值，而无形资产是公司成长性和收益的来源。巴菲特投资的不再是简单的资产，他投资的是公司。资产是静态的，而公司是动态的，公司的价值可以持续增加，而资产则未必。**巴菲特以收益为评估重点，而格雷厄姆以资产为评估重点。巴菲特专门寻找那种目前价值被低估，而且又能长期报酬高增长的公司；而格雷厄姆则只看目前价值是否被低估的股票。**巴菲特不光寻找价值被低估的，还寻找能够持续增值的，而格雷厄姆则只寻找价值被低估的。**这使得巴菲特的投资期限要远远长于其老师，因为他还要赚取增值的部分，而非仅仅是“安全空间”。

格雷厄姆只是简单地将公司资产作为估值的基础，而巴菲特则将公司经营产生的利润流作为估值的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





# 第七节 格雷厄姆智慧法则六：安全边际

格雷厄姆是我见过最聪明的人，我从他身上学到的最为重要的一点就是“安全边际”。

——沃伦·巴菲特

先立于不败之地，而后求胜。

——孙武子

（1）三种股票投资的方法与安全边际。

**安全边际，或者说安全空间是巴菲特最大的贡献。这一概念是在价格和价值的二元运动规律基础上提出的，是所有价值投资的基础。**索罗斯也无意中在按照这一规律行事。在《证券分析》一书中，格雷厄拇指出造成股市暴跌的原因有三种：

● 交易经纪行和投资机构对股票的操纵。为了控制某种股票的涨跌，每天经纪人都会放出一些消息，告诉客户购买或抛售某种股票将是多么明智的选择，使客户盲目地走进其**所设定的圈套**。

庄家借力于题材来运作个股。

● 贷款给股票购买者的金融政策。20 世纪 20 年代，股市上的投机者可以从银行取得贷款购买股票，从 1921 年到 1929 年，其用于购买股票的贷款由 10 亿美元上升到 85 亿美元。由于贷款是以股票市价来支撑的，一旦股市发生暴跌，所有的一切就像多米诺骨牌一样全部倒下。直至 1932 年美国颁布了《证券法》之后，有效地保护了个人投资者免于被经纪人欺诈，靠保证金购买证券的情形才开始逐渐减少。

● 过度的乐观。这一种原因是三种原因中最根本的，也是无法通过**立法所能控制的**。

乐观并非凭空产生的，也并非无缘无故消失的，它与经济周期和信贷状况密切相关。

1929 年发生的股市大崩溃并非投机试图伪装成投资，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是投资变成了投机。格雷厄姆指出，历史性的乐观是难以抑制的，投资者往往容易受股市持续的牛市行情所鼓舞，继而开始期望一个持久繁荣的投资时代，从而逐渐失去了对股票价值的理性判断，一味跟风。在这种过度乐观的市场上，股票可以值任何价格，人们根本不考虑什么数学期望，也正是由于这种极度的不理智，使投资与投机的**界限变模糊了**。

投机泡沫的产生往往与一个诱人的故事有关，也与流动性过剩有关。

当人们遭受到股市暴跌带来的巨大冲击时，购买股票再一次被认为是投机，人们憎恨甚至诅咒股票投资。只是随着经济的复苏，人们的投资哲学才又因其心理状态的变化而变化，重拾对股票**投资的信心**。格雷厄姆在 1949 年至1951 年撰写《证券分析》第三版时，认识到股票已经成为投资者投资组合中的重要组成部分。

投资哲学是时代的产物，具有鲜明的时代特征，要正确理解一种投资哲学必须结合其产生的历史大背景来考虑。

在 1929 年股市暴跌后的二十几年里，许多学者和投资分析家对股票投资方法进行研究分析。格雷厄姆根据自己多年的研究分析，提出了股票投资的三种方法：横断法、预期法和安全边际法。

横断法相当于现代的指数投资法。格雷厄姆认为，应以多元化的投资组合替代个股投资。即投资者平均买下道琼斯工业指数所包括的 30 家公司的等额股份，则获利将和这 30 **家公司保持一致。**

指数基金会逐渐在基金业当中占据绝对优势地位。因为绝大多数投资基金的绩效从长期来看不如指数基金，考虑到管理费用之后更是如此。

预期法又分为短期投资法和成长股投资法两种。所谓短期投资法是指投资者在 6 个月到 1 年之内选择最有获利前景的公司进行投资，从中赚取利润。华尔街花费很多精力预测公司的经营业绩，包括销售额、成本、利润等，但格雷厄姆认为，这种方法的缺点在于公司的销售和收入是经常变化的，而且短期经营业绩预期很容易立即反映到股票价格上，造成股票价格的波动。而**一项投资的价值并不在于它这个月或下个月能挣多少，也不在于下个季度的销售额会发生怎样的增长，而是在于它长期内能给投资者带来什么样的回报。**很显然，基于短期资料的决策经常是肤浅和短暂的。但由于华尔街强调业绩变动情况与交易量，所以短期投资法成为华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





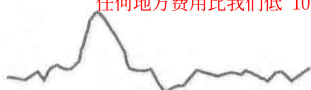
比较占**优势的投资策略**。所谓成长股投资法是指投资者以长期的眼光选择销售额与利润增长率均高于一般企业平均水平的公司的股票作为投资对象，以期获得长期收益。每一个公司都有所谓的利润生命周期。在早期发展阶段，公司的销售额加速增长并开始实现利润；在快速扩张阶段，销售额持续增长，利润急剧增加；在稳定增长阶段，销售额和利润的增长速度开始下降；到了最后一个阶段——衰退下降阶段，销售额大幅下滑，利润持续明显地下降。格雷厄姆认为，运用成长股投资法的投资者会面临两个难题：一是如何判别一家公司处在其生命周期的某个阶段。因为公司利润生命周期的每个阶段都是一个时间段，但这些时间段并没有一个极为明显的长短界限，这就使投资者很难准确无误地进行判别。如果投资者选择一家处于快速扩张阶段的公司，他可能会发现该公司的成功只是短暂的，因为该公司经受考验的时间不长，利润无法长久维持；如果投资者选择一家处于稳定增长阶段的公司，也许他会发现该公司已处于稳定增长阶段的后期，很快就会进入衰退下降阶段；等等。**二是如何确定目前的股价是否反映出公司成长的潜能**。投资者选定一家成长型公司的股票准备进行投资，那么他该以什么样的价格购进最为合理？如果在他投资之前，该公司的股票已在大家的追捧下上涨到很高的价位，那么该公司股票是否还具有投资的价值？在格雷厄姆看来，答案是很难精确确定的。针对这种情况格雷厄姆进一步指出，如果分析家对于某公司未来的成长持乐观态度，并考虑将该公司的股票加入投资组合中去，那么，他有两种选择：一种是**在整个市场低迷时买入该公司股票；另一种是当该股票的市场价格低于其内在价值时买入**。选择这两种方式购买股票主要是考虑股票的安全边际。

短期投资法与事件驱动策略密切相关。

但格雷厄姆也同时指出，采用第一种方式进行投资，投资者将会陷于某些困境。首先，在市场低迷时购买股票容易诱导投资者仅以模型或公式去预测股票价格的高低，而忽视了影响股票价格的其他重要因素，最终难以准确预测股票价

整个股市的风险情绪以及金融市场流动性情况会对估值产生重大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





格走势。其次，当股市处于平稳价格时期，投资者只能等待市场低迷时期的来临，而很可能错过许多投资良机。因此，格雷厄姆建议投资者最好采用第二种方式进行投资。投资者应抛开整个市场的价格水平，注重对个别股票内在价值的分析，寻找那些价格被市场低估的股票进行投资。而要使这个投资策略有效，投资者就需要掌握一定的方法或技术来判别股票的价值是否被低估了。这就引入一个“安全边际”的概念，而用来评估某些股票是否值得购买的**方法就是安全边际法。**

判断是否存在安全边际的前提是进行恰当的估值。

所谓安全边际法是指投资者通过公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价达到某一程度时（即安全边际）就可选择该公司股票进行投资。很明显，为了应用安全边际法进行投资，投资者需要掌握一定的对公司内在价值进行估算的技术。**价值投资者们认为公司的内在价值是由公司的资产、收入、利润以及任何未来预期收益等因素决定，其中最重要的因素是公司未来的获利能力。**因为这些因素都是可以进行某种程度量化的，因此，一个公司的内在价值可用一个模型加以计量，即用公司的未来预期收益乘以一个适当的资本化因子来估算。这个资本化因子受公司利润的稳定性、资产、股利政策以及财务状况稳定性等因素的影响。

格雷厄姆认为，由于内在价值受投资者为公司未来经济状况的不精确计算所限制，其结果很容易被一些潜在的未来因素所否定。而销售额、定价和费用预测的困难也使内在价值的计算更趋复杂。不过这些均不能完全否定安全边际法，经实证研究发现，安全边际法可以成功地运用于以下三个区域：一是安全边际法运用于稳定的证券，如债券和优先股等，效果良好；二是安全边际法可用来作比较分析；三是安全边际法可用来选择股票，特别是公司的股票价格远远低于其内在价值时。

不过，学术生涯后期的格雷厄姆强调内在价值不能被简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





单地看作是公司资产总额减去负债总额，即公司的净资产。因为公司的内在价值除了它的净资产，还包括这些资产所能产生的未来收益。实际上，投资者也无须计算公司内在价值的精确值，只需估算一个大概值，对比公司股票的市场价值，判断该公司股票是否具有足够的安全边际，能否作为投资对象。

格雷厄姆虽然比较强调定量分析，但他并不否定定性分析的重要性。格雷厄姆认为，财务分析并非一门精确的学科。虽然对一些定量因素，包括资产、负债、利润及股利等进行的量化分析前估算公司内在价值是必须的，但有些不易分析的定性因素，如公司的经营能力和公司的性质也是估算公司内在价值所必不可少的。缺少了对这些定性因素的分析，往往会造成估算结果的巨大偏差，以致影响投资者做出正确的投资决策。但格雷厄姆也对过分强调定性因素分析表示担忧。格雷厄姆认为，当投资者过分强调那些难以捉摸的定性因素时，潜在的失望便会增加。对定性因素的过度乐观也使投资者在估算公司内在价值时采用一个更高的资本化因子，这会促使投资者去购买潜在**风险很高的证券。**

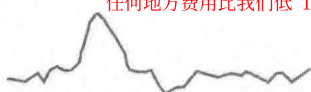
定量因素与定性因素是相互验证和筛选的，定量因素比较可靠，但是过于机械，定性因素利于前瞻，但是又容易带来偏见。

在格雷厄姆看来，公司的内在价值大部分来源于可量化的因素而非定性因素。定性因素在公司的内在价值中只占一小部分。如果公司的内在价值大部分来源于经营能力、企业性质和乐观的成长率，那么就几乎没有安全边际可言，只有公司的内在价值大部分来源于可量化的因素，投资人**的风险才能被限定。**

巴菲特则认为判断和评估竞争优势的状况才是限定风险的最佳举措。

格雷厄姆认为，作为一个成功的投资者应遵循两个投资原则：一是严禁损失，二是不要忘记第一原则。根据这两个投资原则，格雷厄姆提出两种安全的选股方法。第一种方法是以低于公司 2/3 净资产价值的价格买入公司股票，第二种方法是购买市盈率低的公司股票。当然，这两种选股方法的前提是这些公司股票必须有一定的安全边际。格雷厄姆进一步解释说，以低于公司 2/3 净资产的价格买入公司股票，是以股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





票投资组合而非单一股票为考虑基础，这类股票在股市低迷时比较常见，而在行情上涨时很少见。由于第一种方法受到很大的条件限制，格雷厄姆将其研究重点放在了第二种选股方法上。不过，以低于公司 2/3 净资产的价格买入股票和买入市盈率低的股票这两种方法所挑选出的股票在很多情况下是相互重叠的。

群体情绪带来了显著低估或者高估的局面。

**格雷厄姆的安全边际学说是建立在一些特定的假设基础上的。格雷厄姆认为，股票之所以出现不合理的价格在很大程度上是由于人类的惧怕和贪婪情绪。**极度乐观时，贪婪使股票价格高于其内在价值，从而形成一个高估的市场；极度悲观时，惧怕又使股票价格低于其内在价值，进而形成一个低估的市场。投资者正是在缺乏效率市场的修正中获利。投资者在面对股票市场时必须具有理性。格雷厄姆提请投资者们不要将注意力放在行情上，而要放在股票背后的企业身上，因为市场是一种理性和感性的掺杂物，它的表现时常是错误的，而**投资的秘诀就在于当价格远远低于内在价值时投资，等待市场对其错误的纠正。市场纠正错误之时，便是投资者获利之时。**

选择易于取胜的格局！

在这点上，巴菲特深受格雷厄姆的影响。

格雷厄姆在书中还批驳了一些投资者在股利分配政策上的错误认识。一些投资者认为发放股利只不过是将股票的现有价值进行稀释后所得到的一种幻象，但**格雷厄姆认为若公司拒绝发放股利而一味保留盈余，则这些盈余一旦被乱用，投资者将毫无利益可言。**公司应在保留供其未来发展的资金需求后，将其盈余以现金股利或以资本公积金转增资本的方式发放出去，以保证投资者的利益。如果投资者收到现金股利，他既可以自由运用这笔盈余，又可在他认为公司经营良好时买入该公司股票；如果投资者收到股票股利，他既可以保留股票等着赚取股利，也可选择售出股票立即兑现。无论哪一种股利政策，都将使投资者拥有更大的灵活度，也更能保证自己所得利益的安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





(2) 内在价值与价格，安全边际。

**价格和价值的二元运动规律是格雷厄姆一切思想的核心，也是价值投资思想的前提，而安全边际则是价格和价值关系的一种反映，也是价值投资的入手处。**格雷厄姆认为，既然是从事风险套利事业，就要求投资者必须具备快速而精确计算的大脑；还要有一双敏锐的眼睛，能识别出两种不同的信息：一种是市场价格，另一种是内在的价值。

格雷厄姆在哥伦比亚商学院讲授证券分析课程时，经常在课堂上阐述自己的观点。格雷厄姆的投资方式被称为价值投资法，也就是指投资者以相对于每股收益或票面价值的低价买入股票，同时也考虑其他标准。因为是低价购进，价值投资者买入股票的红利通常会比平均水平要高，从而价值投资者的综合收益比较高。同时，格雷厄姆还告诉学生们，**对于公司的财务报告，要格外注意账目中含混不清的地方。**

财务报表中模糊的项目往往掩盖了重要的真相，也就是管理者不想让投资者知道的事项。

后来在他自己的投资实践中，格雷厄姆的主要业务集中在那些有可靠记录的冷门公司——用他的话讲，就是那些因为种种原因**“对公众没有吸引力”的股票。**尽管在熊市的时候这些便宜的股票带来的收益有限，但是其长期的战绩却格外骄人。本杰明·格雷厄姆自己很少有急功近利的时候，只有他看到会有50%的利润时才会谨慎地买入。

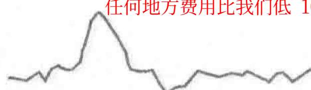
彼得·林奇也喜欢从冷门股当中寻找超级牛股。价值投资大师都善于根据共识预期来选择个股和时机。

内在价值是价值投资方法中最核心的概念。巴菲特对这一概念给出了如下简单明确的定义：它是**一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流的折现值。**这一定义虽然简单明确，并且揭示了企业价值的真正含义，但是如果直接用来估算内在价值，则涉及非常复杂而且没有必要的计算（没有必要的原因见下文）。格雷厄姆发明了下面的经验公式用来简单地估算企业的内在价值。公式中E代表企业的每股收益，r代表预期增长率，Y代表目前AAA级公司债的收益率：

内在价值 $=E(2r+8.5)\times4.4/Y$

但是他的得意弟子巴菲特却对上述公式不以为然。他说：“我从来没有用过这个公式，我不认为格雷厄姆在写这个公式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





根据商业模式与产业链背景比过去的数字更能对企业未来的业绩做出判断。

的时候是全力以赴的。”对于未来的预测，格雷厄姆其实是有所保留的：**“过去趋势所显示的是一个事实，而‘未来趋势’则是一个假设，再怎么样仔细地预测，过去也只能作为未来的‘粗略指数’。”**这些50年前格雷厄姆说过的话，巴菲特至今仍奉行不渝：“我没有使用什么预测的方法，预测创造了一个看似精确的假象。数字越精确，你就越应该当心。**我们很少看预测数字，但却非常看重企业过去的轨迹。**如果一家公司的过去不堪回首，而未来却一片光明，我们会放弃这家公司。”巴菲特的合伙人查理·芒格也认为，预测的坏处比好处多：“这些数字是由一些对于特定结果有兴趣的人以其潜意识的偏见计算出来的，这些看似精确的数字容易使人混淆。这让我想起马克·吐温的一句话：‘矿坑是说谎者所拥有的地洞。’在美国，财务预测通常都是谎言，虽然不是蓄意欺骗的那种，但却是最糟的一种，因为预测的人往往对自己深信不疑。”

从以上这些价值投资大师的话里可以看出，价值投资的操作方法并不是使用复杂的公式做复杂的计算，而是格雷厄姆和巴菲特一直强调的“安全边际”。所谓“安全边际”指的是在作投资时，要以内在价值的显著折扣购入资产，以避免未来不可预知的风险。格雷厄姆说：“未来能用两种方法达到，一个可称为预测，一个可称为保护。”价值投资者面对未来不可预知的风险时，使用的是“安全边际”的操作原则，让自己得到保护。

总之，价值投资方法的核心就是寻找内在价值，而寻找内在价值的方法不是作复杂的预测，而是建立“安全边际”。“在这个过程中，没有办法精确化——如果你认为可以，那一定是在开玩笑；”巴菲特说：“你得建立安全边际，但不需要算到小数点后面三位数。”

(3) 价值投资三原则：内在价值、安全边际和市场波动。

价值投资的前提是价格偏离价值后会发生回归，偏离是买入的机会，回归是获利的过程。要产生买入机会，就必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





发生价格对价值的偏离，而这个偏离是由于人群和市场的交互作用引起的。通过价值和价格的不一致获得了一个谋取财富的机会，人类学家告诉我们：人类最强的三个欲望分别是财富、地位和权力，而财富则排在三个欲望之首。

正在或者准备走价值投资之路的朋友或许都在思考这样一个问题：价值投资一定能让我们实现自己的财富梦想吗？对于这样一个问题，价值投资实践的集大成者巴菲特如是说："价值投资并不能充分保证我们投资盈利，因为**我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。**"

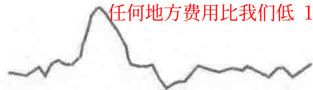
换句话说，价值投资之路并非坦途，其未来其实充满了诸多变数和不确定性，从这一点说，价值投资与其他的投资（投机）路径没有太多的分别。然而，巴菲特最后话锋一转："但是**价值投资给我们提供了走向真正成功的唯一机会。**"大师毕竟是大师，话语简洁，掷地有声。这是一个成功者所下的断语，价值投资者在细节上的一切探讨都是以这句话为前提的。

路遥知马力，投机之王J.L.的一生是不是反证了这一点的正确性呢？

人类财富史上有文字记载的最早财富交换发生在古巴比伦和古埃及国王之间。交换的财富包括布匹、香料、家具、青铜器、珠宝和黄金。这样大规模的财富交换无疑蕴含着价值判断的逻辑在内。而对价值的判断恰恰是价值投资的前提、基础和核心。

价值投资，简而言之，就是在一家公司股票的市场价格相对于其内在价值有较大折扣时买入。内在价值在理论上的定义就是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。但是问题来了，一家企业余下的寿命到底有多长？能产生多少现金？这本身就充满了悬念，以这个充满了悬念的现金流为基础而形成的判断有多大的可信度？再有，折现率该如何确定？在不同的时点，不同的投资人会有不同的选择，据以计算的价值必然是失之毫厘，谬以千里。如果不能做到精确的价值评估，又怎能知道应该在什么价位购买股票？如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





果说这是价值投资人最大的困惑所在，当不为过。

关于内在价值的计算，巴菲特最主要的合伙人查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话：**巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。**

巴菲特本人对于内在价值的计算最为详细的叙述出现在1996年致伯克希尔公司股东的信中："内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。"

格雷厄姆传授了科学的部分，费雪传授了艺术的部分。这种说法其实并不准确，因为格雷厄姆的科学未必经得起考验，而费雪的艺术未必不能科学化。

此外，巴菲特还坦承："我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。**价值评估既是艺术，又是科学。**"

与一些市场人士的想法不同，笔者更倾向于认为巴菲特这番话是真的坦诚而非卖关子。因为我们常常看到，在证券市场上，过度追求精确量化往往不会带来好的后果。最典型的例子莫过于大名鼎鼎的美国LTCM（长期资本管理公司），其高管包括1997年诺贝尔经济学奖得主、"期权定价模型之父"默顿和舒尔茨（美国前财政部副部长及联储副主席莫里斯等学术界及政经界要人，堪称梦幻组合。1990年诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普称其为"也许是世界上学术水平最高的金融机构"，在华尔街与量子基金齐名。从运作方式上看，LTCM是通过运用计算机建立数量模型分析金融工具价格，再利用不同证券的市场价格差异进行操作，是投资界精确量化的祖师，却也难逃失败命运。LTCM曾经是如此成功——3年盈利增长2.84倍，一度成为市场唯马首是瞻的旗舰。然而就是这样一家泰斗级的公司，也创造了另一项金融纪录——150天亏损超过50亿美元，亏损率超过90%。正如同中国古代的项羽，百战百胜，一败而失天下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





或许，但凡介于科学和艺术层面之间的东西，都要用到中国古人说的一句话：运用之妙，存乎一心。巴菲特爱引用凯恩斯的一句话“宁要模糊的正确，不要精确的错误”，也是异曲同工。尽管我们相信在某一个特定的时空，某一公司的价值只有一个，我们也只能力求最大限度地逼近它。而赢家却总是相对的。

巴菲特曾在他的老师、现代证券分析创始人、人称华尔街教父的格雷厄姆那里学到两条投资规则：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。那么，如何才能做到不亏损？格雷厄姆自己给出的答案是：**“我大胆地将成功投资的秘诀精炼成四个字的座右铭：安全边际。”**

安全边际来自高超的估值技能，安全边际将价格与价值综合起来考虑。

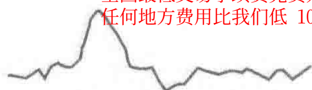
作为价值投资的核心概念，如果说安全边际在整个价值投资领域中处于至高无上的地位，并不为过。它的定义非常简单而朴素：实质价值或内在价值与价格的顺差，换一种更通俗的说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度。

根据定义，只有当价值被低估的时候才存在安全边际或安全边际为正，当价值与价格相当的时候安全边际为零，而当价值被高估的时候不存在安全边际或安全边际为负。价值投资者只对价值被低估特别是被严重低估的对象感兴趣。安全边际不保证能避免损失，但能保证获利的机会比损失的机会更多。

凡事喜欢精确的那些读者可能要再次失望了：原来与内在价值一样，所谓的安全边际也是一个模糊的概念，比如仅从定义我们不能确定实质价值或内在价值与价格的顺差达到什么程度才能说安全边际就已足够，并可以买入股票。

巴菲特指出：“我们的股票投资策略持续有效的前提是，我们可以用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资人来说，买入一家优秀公司的股票时支付过高的价格，将抵消这家绩优企业未来 10 年所创造的价值。”这就是说，忽视安全边际，即使买入优秀企业的股票，也会因买价过高而难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





以盈利。这一点，对于当今的中国股市，尤具警醒作用。

可以说，安全边际在理念上与传统的“富贵险中求”投资观念是截然相反的。它告诉你：如果想要谋发达你一定不要冒风险。在每次做投资决策或投资活动中，我们一定希望我们的风险降到最小，同时希望每次投资活动中都能取得收益的最大化。

等待什么？等待群体情绪极端乐观或者极端恐慌的时候，等待货币政策和流动性转向的时候。

如果想要的安全边际迟迟不来怎么办呢？那么只有两个字：**等待**。在我们一生的投资过程中，我们不希望也不需要每天都去做交易，很多时候我们会手持现金，耐心等待，**由于市场交易群体的无理性，在不确定的时间段内，比如3~5年的周期里，总会等到一个完美的高安全边际的时刻。**换句话说，市场的无效性总会带来价值低估的机会，那么这个时候就是你出手的时候。就如非洲草原的狮子，它在没有猎物的时候更多的是在草丛中静静地等，很有耐心地观察周围情况，直到猎物进入伏击范围才迅疾出手。如果你的投资组合里累积了很多次这样的投资成果，从长期看，你一定会取得远远超出市场回报的机会。所以**安全边际的核心就在于把握风险和收益的关系。**

股票的本质是企业经营，期货的本质是套期保值。戳穿价格波动的面纱，抓住本质，你就能够战胜绝大多数人。股票估值的基础是企业经营的评估，而期货估值的基础则是套期保值的评估。

从防御角度说，对安全边际的掌握更多是一种生存的艺术。投资如行军打仗，首先确保不被敌人消灭掉是作战的第一要素，否则一切都将无从谈起。这一点在牛市氛围中，在泡沫化严重的市场里，显得尤为重要。

安全边际并不是孤立的，它是以“内在价值”为基础的，在“内在价值”的计算中，预期收益率是最有弹性的参数，预期收益率的上升和安全边际的扩大都趋向了一个结果，那就是相对低的买入价格。而就操作的层面而言，阶段性的仓位比例控制也可以视为运用安全边际的辅佐手段。

认知能力的有限性是安全边际在价值投资中占据重要地位的主要原因之一。

**格雷厄姆和巴菲特这两个大师级的人物之所以都非常强调安全边际原则，之所以都要求一定的安全边际，其根本原因就在于，影响股票市场价格和公司经营的因素非常庞杂。**而相对来说，人的预测能力是非常有限的，很容易出现预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





失误。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定误差、市场价格在较长时间内仍低于价值、公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍我们投资资本的安全性以及保证我们取得最低程度的满意报酬率。这就是安全边际原则的精髓所在。

市场波动是不可预测的加码买入机会。股票市场每天的波动都是惊人的，这既是诱惑又是陷阱。“市场从来不是一台根据证券的内在品质而精确地客观记录其价值的计量器，而是汇集了无数人部分出于理性（事实）部分出于感性（理念和观点）的选择的投票器。”这就是市场波动的由来。早知道波动总是难免的，又何必劳心伤神。

格雷厄姆在去世前几个月的时候说：“如果说我在华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地**预测股市波动。**”

话虽绝对，但却表明现实艰难！

对于市场的价格波动，格雷厄姆还有一个著名的“市场先生”的寓言：就是设想自己在与一个叫“市场先生”的人进行股票交易，“市场先生”的特点是情绪很不稳定。因此，在他高兴的日子里，他会报出较高的价格，相反在懊恼时，他就会报出很低的价格。按现在通行的话说，市场常常会犯错。而一个出色的价值投资者会充分利用这种错误。设想有一天交易的时候，“市场先生”突然情绪沮丧，报出了一个低得离谱的价格，那么在这种情况下，投机客常常会按照“鳄鱼原则”的要求止损离场，而价值投资者呢？恰恰相反，会继续加码买入！这就是两种不同的价值观主导下的两种截然相反的交易策略。这就是巴菲特告诫我们的：**要把市场波动看作你的朋友而不是敌人。**

市场波动带来了足够的安全边际。

事实上，仅以巴菲特旗下的伯克希尔公司来说，在1973年到1974年的经济衰退期间，它的股票价格从每股90美元跌至每股40美元。在1987年的股灾中，股票价格从每股大约4000美元跌至3000美元。在1990年到1991年的海湾战争期间，它再次遭到重创，股票价格从每股8900美元急剧跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





至5500美元。1998~2000年，伯克希尔公司宣布收购通用再保险公司（GeneralRe）之后，它的股价也从1998年中期的每股大约80000美元跌至2000年初的40800美元。可以想见，在这些时候，巴菲特在股票投资方面所受的沉重打击和巨大精神压力。如果按照“鳄鱼原则”，巴菲特应该不知道止损离场多少次了，但那样，我们也不会看到今天的**“股神”**。

投机必须采用价格止损，投资必须注重安全边际。

## 第八节 格雷厄姆选股方法总结

聪明的投资者不会错过任何阅读和掌握格雷厄姆著作的机会。

**——约翰·伯格**

格雷厄姆不使用拉丁语和希腊语，他使用英语和数字。

**——亚当·斯密斯**

（1）格雷厄姆式选股的适应对象。

格雷厄姆是一代宗师，自然要有所主张，他的立论完全建立在保守和谨慎的基础上，价值投资的根本观点是他予以明确的，那就是利用价格和价值的偏离产生的安全边际进行交易。而**价格之所以会偏离价值，主要是因为人类天性中走向极端的倾向，市场先生其实是价格走势和群体心理交互作用的结果。**至于“安全空间”或者说“安全边际”则是价格和价值之间的差值，格雷厄姆的时代是一个有形资产为主的时代，资产的增值速度远远慢于今日，所以他自然是以资产而非收益为主来判断价值，这种评估价值的方法我们认为是建立在静态基础上的。他也知道公司的价值不仅存在于现在，更取决于未来，但是由于对投机泡沫和人类天性的顾忌，他基本上拒绝了那些不能定量化的东西进入他的**研究视野中。**在他晚年的时候，也就是世界上第一颗芯片研发出来前后，他的思想也发生了变化。最为重要的推动因素有两个：第一，

大股灾对于他的投资理论有很大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





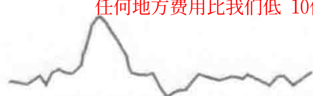
无形资产比如商誉，知识产权等开始与有形资产分庭抗礼；第二，会计制度的完善，财务和证券分析方法的普及，从业者素质的提高以及大量专业金融机构的出现，使得那种利用账面资产价值与内在价值偏差获取的方法慢慢在竞争中丧失了当初的效力。特别是后面这类变化使得格雷厄姆在晚年认为自己当初创立的证券分析方法已经失去效力了。

格雷厄姆不光是精算化投资和组合投资的先驱，更是现代主流金融投资理论的开拓者。**格雷厄姆思想的当代发展必然导致市场有效理论的出现，格雷厄姆的思想最后演变成了各种资产定价理论，要知道格雷厄姆是第一个从实践上确定精确价值的人，但是却不是第一个提出价格和价值二元辩证关系的人，马克思的价值规律应该获得此殊荣。**从格雷厄姆那里，第二代大师们更多的是学到了这点，也就是价格围绕价值波动，波动的原因是群体心理和价格的交互作用，投资就是要利用这一点，其实索罗斯的“反身性理论”大致也是这个意思，只是换了些概念而已，并且更加强调心理和价格的交互作用。所以，**无论是马克思这样的经济学家，还是格雷厄姆这样的证券分析大师，以及索罗斯这样兼具哲学和金融头脑的大鳄都是在运用近乎相同的框架在观察这个世界，从中获取见解和利润。**

长期趋势、价值、实相，我认为三者在金融市场当中都是一个意思。

格雷厄姆代表了一种严谨的追求确定性的终极追求，向确定性靠拢是价值投资的沿袭风格，越是希望确定的人，越是厌恶风险，所以格雷厄姆的方法非常适合那些寻求低风险投资机会的投资者。对厌恶风险的投资者而言，预期是可怕而不可靠的，所以他们需要根据过去的历史来确定价值，在任何一场投机风暴的崩溃中都不可能出现格雷厄姆式投资者受损的情况。**格雷厄姆从 1929 年大股灾中学到最为重要的一课就是对于未来的东西和无形的东西不要太放在心上，这在他的投资方法上已经体现出来了。**所以，那些谨小慎微的投资者可以尝试着去发掘一些隐蔽资产或者市净率较低的资产，长期来看这种方法的收益还是非常客观的，纽约州立大学的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





一位教授对格雷厄姆的方法进行了检验，他采用了从1974年到1981年的数据，他发现如果仅仅局限于那些大公司板块的话，格雷厄姆的方法并不见得有效，但是当将各种规模的公司都包括进来时，格雷厄姆的方法在每一年都很出色。从中我们可以得出两点初步的结论：首先，格雷厄姆的方法是有效的，是可以为投资者带来实际价值的方法；其次，**格雷厄姆的方式的有效性依赖于充足的分散**。从这点来看格雷厄姆的方法更像是保险精算，在格雷厄姆和当代价值投资大师以及资产定价理论家三者之间，可以看到格雷厄姆和资产定价理论家的关系最近，如果格雷厄姆活得足够久，他一定会反对费雪式的方法，一定会赞同市场有效论。

市场整体被低估的程度越大，则格雷厄姆投资方法的收益率越高。

（2）格雷厄姆的关键投资理念和智慧法则。

**格雷厄姆的关键思想是价格围绕价值进行波动，由于人类心理和资金推动的供给和需求使得价格出现偏离价值的运动，价格必定会向价值中枢回归，但是由于人类认知的不完备性以及价格波动的不可预料性，人类是不能确定知道背离的极限和回归发生的准确时间的。**投资者能够做的就是在价格背离价值足够大的时候入场，然后耐心等到**价格回归价值。**

回归的必然性在于广义套利资本的存在，归根结底在于资本的逐利性。

格雷厄姆的所有投资智慧都是从上面这个价格价值二元模型推导出来的。首先正是**因为价格的波动是不可预测的，而价值是相对固定的，所以格雷厄姆才会选择针对价值而非价格进行交易，这是格雷厄姆寻求确定性的一个表现，**对价值的交易就是投资，所以格雷厄姆得出了我们本章的第一个投资法则："投资为王"。在投资和投机的区分上，格雷厄姆走在了前面，他认为**投资针对的是价值，价值是相对稳定的，稳定的东西更能为人类的理性所把握，也不容易引发情绪干扰理性，而投机针对的则是价格，而价格是相对易变的，易变的东西使得人类的认知能力趋于极限，也即容易超过人类的"能力范围"，**无论是巴菲特还是彼得·林奇，以及索罗斯都认为人类的认知能力存在极限，所以**相对于价格而言价值更容易为投资者所把握，这就是投资优于投机的理由所在。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





如果人类能够找到或者证实一种方法可以很好地理解价格运动的概率，则四位大师的观点也就不正确了，但是目前财富实践的结果一直倾向于支持四位大师的结论。

格雷厄姆开创了针对价值建立起来的投资思想，这就是“投资为王”法则。但正如巴菲特曾经指出的那样，对于价值，格雷厄姆和多德的学生们存在各异的理解。就拿格雷厄姆本人而言也存在着矛盾，在最初创立价值投资体系时，格雷厄姆强调有形资产是价值评估的核心，他强调了静态的价值评估，那就是有形资产，这种思想使得格雷厄姆一直寻找账面资产价值与内在价值不符的公司，这些公司的实际资产重置价值远远高于账面价值，这就是格雷厄姆寻找“隐藏价值”为主的价值投资之道，到了晚年，一方面他认为隐藏价值已经越来越少了，因为证券分析方法早已广为流传，另一方面他认为有形资产和收益应该加入到价值评估的体系中来。晚年的他似乎远离了投资，而开始研究经济学一类的东西，他写了《储备与商品》等著作，所以后来并没有对价值投资体系做出必要的修改，他曾经想与巴菲特合作修改《证券分析》，最后因为分歧太大而作罢，这反映了巴菲特与他在价值投资发展上已经处于不同阶段了。**经过菲利普·费雪和查理·芒格的引导，巴菲特已经从评估静态价值走到了评估动态价值和静态价值的过渡阶段，巴菲特认为以有形资产评估价值存在很大的误导性，应该以收益来评估价值。比较而言，格雷厄姆是以资产作为价值评估基础的，而巴菲特则是以收益作为价值评估基础的。**不过，格雷厄姆的“隐蔽价值”投资理念至今仍有很大的用武之地，比如林奇的“资产隐蔽型投资”就是此种思想的延伸，要获取超过市场收益水平的阿尔法收益就必须具备洞悉“隐藏价值”的能力，现在的隐藏价值不再单单是那些重置成本高出账面价值的部分，而是资产产生收益的能力远远高于其股票的市值，“隐藏价值”应该向“安全边际”的内涵靠拢，应该去寻找价值和价格的背离，也就是价格严重低于价值的情形。

巴菲特比格雷厄姆更明白估值的基础，那就是商业经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在上述的价格和价值二元模型中，格雷厄姆认为价值需要靠理性来把握，而理性是独立和中立的，所以那些来自大众的传言是不可靠的，不能轻信市场癫狂下的信息，必须远离市场才能获得独立和中立进而把握价值。轻信的人将自己的理性和交易成败都寄托于外界和他人，这与价值投资认为价值是可以为个人所认识的理念相悖。为了把握人类力所能及的价值，格雷厄姆认为投资者要保持理性，“绝不轻信”。

格雷厄姆着眼于算出公司的内在价值，而这些价值是以有形资产的重置价值计算出来的，格雷厄姆曾经在保险业干过很长一段时间，他也是四位大师中唯一非经济学科班出身的投资大师，他对于数学相当热爱和擅长，这些都使得他倾向于像保险精算师一样对待投资。为了保证收益，他必须尽可能地买进足够多的投资对象，这样才可以获得像保险业一样的稳定客观收益，一言以蔽之，**格雷厄姆将投资当作保险来做了，他用确定论来把握价值然后用概率论来实施投资。**格雷厄姆眼中不会看到无形的差异，他所见的都是一样的资产，所以他对待投资就像是一个面对冰冷骰子的职业赌博高手的态度，从不去考虑骰子每面的不同特点，而是考虑如何用**概率去取胜。**对于格雷厄姆的策略而言，他需要的是“分散投资”的方法。作为证券分析之父，他首开了分散投资和组合投资的先河，当代的金融组合投资理论无不是以他当初的精算思想和分散思想建立起来的。

格雷厄姆将投资当作保险来做了，他用确定论来把握价值然后用概率论来实施投资。

格雷厄姆认识到了价值和价格二元模型中，价格的随机性一面，这就是价格的波动幅度和回归价值的时间是不可以为人类所把握的，但是他又确信人类是可以把握价值的，而且价格一定会向价值回归，在此基础上他认为要利用价格回归价值获利就必须具有耐性，因为价格的回归时间是不能确定的。这就是格雷厄姆“要有耐性”投资法则的前提。

在后来的价值投资看来，**格雷厄姆的精华集中于两点，一是“投资为王”，二是“安全边际”或者说“安全空间”。**无论是“投资为王”还是“安全边际”都是价格价值二元模

格雷厄姆的精华集中于两点，一是“投资为王”，二是“安全边际”或者说“安全空间”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





型的一个方面，“安全边际”可以说是巴菲特唯一照单全收的一个理念，正因为价格偏离价值，所以投资者才有机会获得阿尔法收益，这是价值投资得以有效的一个前提，之所以以“安全空间”命名是因为价格价值二元模型认定价格必定回归价值，所以远离的幅度越大回归时带来的收益也就越大，而且继续背离带来的风险也较小。

**对于各位大师而言，格雷厄姆是在“安全空间”的基础上提出了“投资为王”的主张，“安全空间”法则是他投资体系的核心，而后面将要提到的三位大师各自的核心思想分别为：巴菲特以“市场专利”法则为投资体系核心，彼得·林奇以“成长为王”法则为投资体系核心，乔治·索罗斯以“反身回归”法则为投资体系的核心。**

（3）格雷厄姆的选股要点。

格雷厄姆的选股集中体现于低市净率思想，也就是寻找那些股票价格相对于每股净资产较低的公司。他选股有十个标准，我们列在下面，其中以前两条最有效。

找到大众估值的盲点比估值本身更为重要，预期差是否存在是当代价值投资能否成功的关键。比较自己与大众在估值上的差异，探究谁更加准确，这样才能得出有效的估值。哪怕在市净率这一指标的计算上，关于净资产有不同的计算口径，哪种口径更能计算出恰当的市净率，更有利于准确估值，这些都是需要全面而具体地思考的，没有比较就没有更恰当的决策。

● 市盈率的倒数是3A级债券收益率的两倍以上，市盈率是股价除以每股收益或者说每股盈余得到，3A债券是信用级别最高的债券，其利率可以在彭博等著名财经网站上查到。如果3A债券的收益率为5%，则市盈率的倒数必须大于10%才合格，也就是说每股收益除以股价必须大于10%合格。

● 有形资产的账面价值大于总负债，净资产可能是为正的。

● 市盈率不低于最近5年最高市盈率的2/5。

● 股息率不低于3A债券收益率的2/3，不分红或者说没有股息的股票不予考虑。

● 股票价格应该低于每股有形资产账面价值净值的2/3，后者计算方法是全部资产价值扣除商业信誉、专利权等无形资产后减去各类债务，再除以股份数。

● 股票价格不高于流动资产净值或者速动清算净值的2/3。速冻清算价值等于流动资产减去总负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





- 流动比率不小于2，流动比率等于流动资产除以流动负债。
- 总负债不能高于速动清算净值。
- 最近十年的利润翻一番。
- 最近十年中，利润下降超过5%的年份不超过两年。

在选股中格雷厄姆主要两个要点，第一要有长期的历史可供分析，第二搞清楚有形净资产和价格的关系。这就是格雷厄姆思想的特点，专注于静态资产的评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




# 无形资产价值投资（空间深度价值）——沃伦·巴菲特

是的，沃伦干得很出色。

——本杰明·格雷厄姆

## 第一节 世界最伟大投资家：沃伦·巴菲特

2000 年他在《福布斯》杂志的全美富豪榜上排名第一。

——T.格雷斯曼

在所有的金融历史中，沃伦·巴菲特这个名字响彻云霄，通过股市投资，他将 10.5 万美元变成了 300 多亿美元，并且继续以不到四年时间就翻一番的速度增值，一个空前的神话在他身上演绎。

——D.克拉克

在所有的投资大师中，只有少数几位没有出过自己的著作，巴菲特就是其中一位，在我们这本书当中，他是唯一一个没有出过自己著作的投资大师。其他三位大师每人至少出过三本以上的著作，而巴菲特除了年报和一些评论之外，找不到一本他亲自写的书。但是关于这个大师的书可能有好几万本，并且还在不断增长，全世界每天就有一本关于他的书出版。

巴菲特曾经连续很多年雄踞美国富豪榜首位，如果不是捐出了大量的个人财产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2008 年之后，其管理资产的复利增长率显著下降了。

他今后将继续雄踞冠军位置，因为他的资产以每年 24.6%**的复利增长。**无论是比尔·盖茨还是后来那些偶尔登上冠军榜的人都无法以这样的速度持续增值自己的财富，而巴菲特却做到了，在其 25 岁开始投资事业的前十年中，他的年复合收益率一度高达 29.4%，逼近 30%，彼得·林奇任基金经理十多年中的收益水平还略高一点。其公司的账面价值在 30 年内由每股 19 美元变成了 4 万美元，股票的价格由 13 美元变成了 7 万美元。他的投资旗舰伯克希尔·哈撒韦公司的股价是美国证券市场上的一道奇观，因为没有单股价格如此高的股票，也没有股票像它一样是单股交易的。

反常者赢！

**巴菲特的所有行为都是与众不同的，**一个特立独行者不停地让投资界，甚至整个人类社会为其惊叹。有人算过，如果再让巴菲特多活 20 年，整个美国公司都会被他兼并，因为他一直以 24%的复合增长率在增加其财富，似乎从来没有因为资金庞大而找不到投资对象。那些触角伸向全世界每个家庭的美国上市公司，很多都有巴菲特资金的影子，比如宝洁，比如可口可乐，比如吉列，比如耐克。可以说全世界的人都在通过某一产品与巴菲特的投资思想接触。

曾经有一对夫妇在 20 世纪 60 年代向巴菲特投资了 5 万美元，到他们 1997 年先后去世时，5 万美元已经变成了 7.5 亿美元。这对夫妇的事件出现在了当时所有美国大报的头版头条。

这就是巴菲特的魅力。巴菲特的投资记录是著名的投资人当中最长的之一，更为重要的是他的投资业绩是无可匹敌的，即使彼得·林奇这样的后起之秀也难望其项背，因为所有的投资者都不能像巴菲特一样挣得**如此多的利润**。

彼得·林奇后来因为过于劳累，不得不中断投资生涯，重新平衡生活与工作。

巴菲特如此伟大，作为全世界最伟大的投资者，他无愧于这个称号。巴菲特受益于格雷厄姆和菲利普·费雪两位投资思想家和实践先驱，**他成熟后的投资总是寻找那些具有持续竞争优势的公司，**据称他是第一个这样做的投资大师；他远离市场，而热衷于分析和观察公司，不仅查看财务报表，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





为重要的是**分析一些公司特征和收益前景**；在买入股票上他恪守了格雷厄姆的“安全空间”理论。

巴菲特的神奇在于他不断进步的自我提升能力，在近 80 年的投资生涯中，他以 3 次飞跃证明了超人的进化能力。我们将用六大法则来解密巴菲特的智慧和巴菲特的成功投资。

如果说格雷厄姆是一位精算师，那么巴菲特就是一位企业家，而索罗斯则是一位银行家，彼得·林奇是一位社会学家。

## 第二节 巴菲特的智慧法则一：与时俱进

在生活中，如果你正确地选择了自己的英雄，你就是幸运的。

——**沃伦·巴菲特**

巴菲特将价值投资的传统熔于一炉并因此而登峰造极。

——**劳伦斯·卡名汉姆**

（1）价值投资的三大血脉传于沃伦。

很多人知道巴菲特，也知道巴菲特的老师是格雷厄姆，还有不少人也知道巴菲特曾经师从过菲利普·费雪，虽然时间短暂，而且基本是从费雪的著作中完成的学习，但不可否认的是**费雪给了巴菲特第二次投资的生命**。其实，价值投资的鼻祖除了上述两位，还有一位，此人名叫约翰·B.威廉姆斯。三个人共同搭建了一个价值投资的框架，但是直到巴菲特出现才完成了这个价值投资框架的初步整合，因此将巴菲特称为第二代价值**投资理念的代表并不为过。**

很多人将价值投资看作是股票的一种投资分析方式，其实**价值投资可以追溯到马克思的价值规律**，也就是价格围绕价值的运动，虽然对于价值的看法各有差异，不过价值投资始终认为价格具有自我调整回归的特点，期限**越长越是如此。**所以，索罗斯就将价值投资从股票玩到了外汇上，格雷厄姆局限于股票和债券，而巴菲特则在 2007 年也开始将价值投资

没有哪位投资大师不是学习狂，没有哪位投资大师不是实践达人。

马克思发现了价值是本质，价格是现象，格雷厄姆也有这样的发现。关于如何估值，马克思利用劳动含量来估值，而格雷厄姆利用有形资产来估值，马克思是对商品进行估值，格雷厄姆是对企业进行估值。估值是经济学和金融学的基础吗？大家可以试着来回答这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的理念扩展到了股票和债券之外，比如白银和外汇。林奇和费雪则几乎专心于股票，而不顾其他，所以这两个人在股票和公司上的理论成就都超过了同时代的人。费雪弥补了格雷厄姆对公司的机械有形看法，而林奇则将价值投资发展到第三代水平，这也要归功于费雪提出的成长性课题。虽然巴菲特在投资理念上没有林奇走得那么前沿，但是他却是利用价值投资获得最多财富的人。同时，他也受到过费雪的影响，虽然没有林奇受到的影响深。巴菲特更喜欢那些具有稳定可观收益的公司，而林奇更喜欢那些具有高速成长性的公司，两者都来自费雪的影响。**林奇可以说是融会派的第二代，而巴菲特则是价值投资贯通的第一人。**我们下面就从价值投资的第一代巨擘说起，巴菲特正是在此三人的基础上成为了价值投资的第一高手，世界最伟大的投资家。

格雷厄姆是证券分析之父，我们的第一位大师就是他，从价值投资的传统出发，他的影响最大。他提出了安全空间原则，这个原则为巴菲特和林奇所继承，这个原则要求购买股票的时候必须以低于公司价值的市价购买，而且价值和价格之间的空间越大越好。**安全空间的提出主要有两方面的意义，一是强调估值存在不确定性，这点索罗斯也从其师傅卡尔·波普的著述中有所了解，那就是人的认知能力是天生不完全的，在进行投资估值的时候也是这样的；二是股价偏离公司价值的运动是必然，而其回归则取决于时间的长短，期限越长则回归可能性越大。**索罗斯的另外一个老师哈耶克提出了经济盛衰周期，其中也蕴含了大众心理的周期，结合卡尔·波普提出的不完备性理论，索罗斯认为这是价格偏离价值运动的原因。所以价值投资的哲学有一部分来自哲学大师卡尔·波普和经济学大师哈耶克，但是限于篇幅我们只就大家普遍认同的投资大师**进行评析**。接着说格雷厄姆，他除了提出安全空间之外，也提到了能力范围的问题，不过没有那么明确，费雪也提到了这个问题，最后还是巴菲特把“能力范围”法则明确了。

索罗斯擅长信贷周期的评估，其反身性理论建立在流动性和预期两个要素基础之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

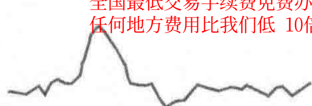




格雷厄姆有两本书非常出名，一本是《证券分析》，另外一本是《聪明投资者》。前一本书相当于后面一本书的全本。现在的投资者一直在争论这些经典是否过时了，其中一个关键问题在于格雷厄姆那个时代的经济以有形资产为特征，但是随着新经济和某些具有商誉公司的出现，格雷厄姆的分析框架没有很好地容纳这些变化。严格来讲，这两本书的内容确实有些过时，而且内容过于精细化了，以至于给人感觉非常费劲。不过仍旧有很多格雷厄姆的坚定拥护者认为第一版的《证券分析》是最好的。虽然，格雷厄姆以有形资产作为估值的方法在今天已经失去了意义，但是这种估值方法有两种积极意义，这些都被巴菲特继承下来了：第一，**有形资产比无形资产更容易评估**，可以避免投资者对于公司价值估计过高，在千禧年的网络股泡沫中就是因为高估了无形资产，所以才造成这样严重的技术泡沫；第二，评估有形资产更能建立安全空间，因为不把无形资产纳入正式评估的范围，可以获得额外的安全空间。前面我们已经提到了格雷厄姆首次定义了投资，将投资严格限制在价值投资的范围内，而巴菲特更是认为价值投资的“价值”两个字完全是多余的。从格雷厄姆身上，巴菲特学会了通过财务报表来把握企业的静态价值。巴菲特接触格雷厄姆是在大二的时候。巴菲特中学毕业后，进入内布拉斯加州大学学习投资管理方面的课程，这时候他对投资知识的兴趣有增无减，据说阅读了几百本投资方面的著作，其中还有很多技术分析的书籍，但是在他大二接触到格雷厄姆的《聪明的投资者》一书之后，如获至宝，这本书开启了巴菲特成为价值投资者的思想和实践之路。为了能够亲耳聆听格雷厄姆的投资教诲，巴菲特来到了哥伦比亚商学院，虽然巴菲特的第一志愿并非这所学校，不过老天还是洞悉了巴菲特内心的真实想法，将他送到了**第一位老师的身边**。此时，巴菲特刚满 20 岁，而格雷厄姆同时是政府雇员保险公司的主席。巴菲特除了从书本和纸面材料上了解格雷厄姆的学说精髓外，还设法与格雷厄姆本人接触和交流，他为

人生最大的财富是倾囊相授的顶尖导师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





了了解格雷厄姆的投资方法，还亲自拜访了政府雇员保险公司，这为他日后涉足保险业投资打下了一些基础。

在哥伦比亚大学读书期间，巴菲特不仅醉心于理论学习，同时也利用自己积累下来的资金开始价值投资的实践，这时候他投资了政府雇员保险公司，并且获得一笔非常可观的收入。在哥伦比亚大学期间，巴菲特没有像其他同学那样沉迷于消遣和娱乐，他是一个拼命三郎，成天在金融书籍阅读和投资实践之间忙碌。后来，巴菲特毕业后辗转回到格雷厄姆的公司工作，再次受到格雷厄姆的熏陶，再后来他回到故乡奥马哈开始了自己的**独立投资之路。**

投资大师邓普顿也是选择了一个拉丁美洲小国进行自己的投资业务。

巴菲特从格雷厄姆身上学到了投资理性的一面，格雷厄姆的六大智慧在巴菲特身上都有很好的体现，这就是前面我们讲到的“投资为王”，发掘“隐藏价值”，“绝不轻信”，“要有耐心”，以及最为重要的“安全边际”。但是，格雷厄姆的“分散投资”法则，巴菲特却没有那么热衷，他甚至表示反对，而林奇则发扬了这一法则，将其进一步阐发为“组合投资”，组合投资就是在相对集中的前提下运用组合来规避风险，林奇是在六分法的基础上完成这点的，而格雷厄姆的分散投资则相对抽象一些，可操作**性差些**。为什么巴菲特没有继承格雷厄姆“分散投资”的衣钵呢？这主要是巴菲特受到了另外一个价值投资大师的影响，他就是菲利普·费雪。

彼得·林奇一方面要进行商业分析，另一方面又大量分散投资，最终不堪重负。

要想全面了解巴菲特超越第一代价值投资大师的道路就必须了解格雷厄姆和费雪。巴菲特坦诚地说自己85%像格雷厄姆，剩下的15%像费雪。从中也可以看到费雪对于巴菲特的影响要远远小于格雷厄姆，这也是巴菲特不那么重视成长性的一个因素，至少没有费雪本人那么重视。很多投资大师研究人士都认为**相对于巴菲特而言，林奇更像费雪的传人。**

从这点看来，费雪影响了巴菲特和林奇两个人，而巴菲特对林奇也有一些影响，作为晚辈，林奇不仅沐浴了费雪的恩泽，巴菲特的精髓也被他吸收。费雪被称为关注成长的先驱，其实是费雪开启了动态价值的大门。格雷厄姆主要是用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





定量的方式分析了静态价值，而费雪则主要是用定性的方式分析了动态价值。正因为巴菲特受到格雷厄姆的影响更大，所以巴菲特更为注重静态价值，但是我们知道动态价值，也就是价值的时间维度蕴含着更大的投资机会，因为**时间价值较空间价值更难以为投资者所确认**，简单而言，过去和今天的价值比明天的价值更容易认识和评估，所以静态的价值不太容易被低估。这也是林奇的投资业绩能够超越巴菲特的原因，从两个人在同一段时期的回报率可以明显看出，林奇是领先的。林奇之所以能够做大这点，大概是因为他受到费雪的影响比巴菲特受到的影响大。

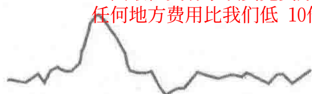
费雪相对于格雷厄姆而言，更注重公司管理层素质的考察，费雪的分析通常是定性化的，他认识到管理团队的重要性，他看重商业模式和策略对公司价值的重要性，这些后来被巴菲特发展成为**“市场性专利”法则**。林奇认为价格低于账面价值的投资也极有可能是糟糕的投资，因为这些公司的增长是停滞的，甚至是负增长，而且其资产价值很可能低于账面上的数字。费雪非常重视销售额，这在其子肯尼斯·费雪**身上得到了延续**，这两父子都是投资界的翘楚，两人都是成长性投资的坚决拥护者。巴菲特受到费雪的影响据说很大程度上是因为巴菲特的黄金搭档查理·芒格，在巴菲特读了费雪的《普通股的不普通利润》时，他开启了投资生涯的新历程。巴菲特回忆了此后不久见到费雪的情形：“当我见到费雪本人时，他的思想如此深邃，恰好解答了我的疑问，尽管他和格雷厄姆的投资方法存在差异，但是他们都是投资界不可或缺的理论奠基人。”

通俗来讲其实就是商业竞争优势。

肯尼斯·费雪笔耕不辍，写了不少投资方面的好书，特别是金融史和投资心理学方面的著作。

威廉姆斯是价值投资第一代宗师里面的第三人，知道此君的人远远少于知道格雷厄姆和费雪的人。他将现金流分析引入了价值投资，这是今天最为流行的估值方法。但是，这种思想却使得很多投资者将价值投资和费雪的思想分割开来形成了价值投资和增长投资两个类型。其实，无论是格雷厄姆还是费雪，都强调了价值投资的一个方面，**格雷厄姆强调**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





就目前的价值投资框架而言，重视资产负债的思想来自格雷厄姆，重视销售额和利润增长率的思想来自费雪，重视现金流的思想来自威廉姆斯。其实，会计上的三张表恰好能够与他们的思想对应，格雷厄姆的投资思想重视资产负债表，费雪的投资思想重视损益表，威廉姆斯的投资思想重视现金流量表。

**了静态的价值，而费雪强调了动态的价值。格雷厄姆着重给出了价值投资的风险控制策略，而费雪则着重给出了价值投资的收益提高策略。**所以，今天现金流贴现估值虽然如此流行，但是却并没有给价值投资带来多大的进步，所有实用的技术都来自格雷厄姆和费雪。

我们对价值投资的三位宗师**做一个总结**。格雷厄姆被称为价值投资之父，证券分析之父，其主要代表著作是《证券分析》和《聪明的投资者》，其**核心观点是安全空间和隐藏价值的发掘；**费雪被称为增长投资之父，其主要著作是《普通股的不普通利润》，其核心观点是专注公司特质和销售与利润的增长，其观点在其子肯尼斯·费雪和著名基金经理彼得·林奇身上得到了较好的体现；威廉姆斯提出了现金流的折现的分析方法，其主要著作是《价值投资理论》。**就目前的价值投资框架而言，重视资产负债的思想来自格雷厄姆，重视销售额和利润增长率的思想来自费雪，重视现金流的思想来自威廉姆斯。**

巴菲特超越了第一代价值投资的大师，他将这些方法融于一炉。在投资领域，巴菲特成了格雷厄姆投资思想的公认代表人物，巴菲特的名字等同于价值投资这四个字。巴菲特是格雷厄姆一生中最为杰出的弟子，格雷厄姆给予了巴菲特A+的评价，而巴菲特也承认格雷厄姆是对其投资思想影响最大的人。**从1964年开始巴菲特借助于费雪的力量开始超越格雷厄姆的投资思想。**1964年投资美国运通公司，1973年投资华盛顿邮报，1986年投资美国广播公司，1988年投资可口可乐公司，1990年投资威尔斯法高公司，这些投资没有遵循格雷厄姆的财务定量选股规则，甚至无法通过格雷厄姆投资法的筛选，但是巴菲特却大举参与了这些投资活动。这些投资带来的收益远远超越了格雷厄姆方法带来的收益，巴菲特成为后来居上的价值投资者，第二代价值投资思路诞生了。

格雷厄姆和费雪的投资思路差异比较大，是价值投资的两个方面，静态和动态。但是巴菲特却很好地将两者结合起来，他成为价值投资领域第一个集大成者。格雷厄姆强调定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





量分析，几乎围绕着财务报表来进行研究，而费雪则喜欢拜访顾客、竞争者和管理者。费雪重视公司特质的定性分析，他强调通过分析销售额和利润确定那些具有成长性的公司，而格雷厄姆则喜欢买便宜的公司，通常是账面价值和股价相比更低的那些公司。为了分散风险，格雷厄姆采用分散投资的方式，而费雪则认为应该集中投资。巴菲特在后来的投资风格中实际上已经转变到偏重费雪的路径，当 20 世纪 60 年代，巴菲特投资风格雏形显露时，他已经不是 85%像格雷厄姆了，此时应该是 50%像格雷厄姆。他放弃了格雷厄姆投资智慧的几个关键信条，一是专注于有形资产和账面估值，二是分散投资。为什么价值投资的两位第一代宗师拥有一些完全对立的观点呢？其实，这只是个人风格而已，无所谓对错，只有业绩差异而已，**跟环境也有关系。**格雷厄姆奉行以账面价值作为估值基础，他已经意识到可能出现账面价值不可靠的情况，所以希望通过分散投资避免这种情况影响整体投资收益，现在的统计也表明市净率低的股票总体回报要高于市场，也就是说，那些股价与每股净资产比率更低的股票的长期表现也好于此比率**更高的股票。**为什么格雷厄姆还要恪守以有形资产为基础的投资思路呢？主要是那个时候大多数企业仍旧以有形资产作为主要资本，另外格雷厄姆经历过 1929 年的大股灾，这使得他对那种以未来收益为估值基础的方法极为恐惧。所以，格雷厄姆通过分散投资解决了依靠账面价值估值的弊端。而费雪则是投资于当时那些高增长的企业，这些企业通常与格雷厄姆投资对象存在区别，这些企业具有更多的无形资产，数量上也少于格雷厄姆投资的那类企业，因为这类企业还不是经济的主体，为了投资这类企业必须要对企业的未来成长有更深入的把握，而这是靠财务报表无法做到的，必须通过实地访问，查看一些定性的因素，这些调查更为花费时间和精力，所以费雪的投资方法是不能大规模使用的，这就要求集中投资，否则很难搞清楚一家公司的前景。这就是价值投资两大宗师在是否分散投资上的对立看法

风险厌恶情绪高涨加上美国处于重工业化阶段，格雷厄姆自然偏向低市净率股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





产生的主要原因。

严格来说，**今日的机构投资者更倾向于格雷厄姆这类办公室内完成分析工作的方法，而林奇似乎认为只使用这种方法是有害的，所以林奇偏向于费雪式的调查法。**在重视调查上巴菲特比林奇早了许多年，毕竟巴菲特在年龄上大林奇很多，入行也就早，能够直接受惠于格雷厄姆和费雪的教诲，林奇则是自学成才的典范。巴菲特求教于格雷厄姆和费雪两位大师，他的成功也是建立在两者的基础上的，他兼收并蓄了两者投资思想，企业特质上他学习了费雪并最终超越了格雷厄姆的纯粹数量分析。在后文“烟蒂投资的成功转型”中，我们再详细讲讲巴菲特是如何超越格雷厄姆的，本节主要是介绍影响巴菲特的大师们以及其他价值投资与巴菲特思想的关系，从中可以看到巴菲特是第一个融合了价值投资两大流派要素的实践者。这点极大地体现了他不断学习进取的精神。**穷则变，变则通，通则久是巴菲特精神的实质，这正好符合辩证法的思想。**

巴菲特的两次飞跃都是巧遇名师指点，加上自己刻苦钻研和坚持实践反思，终于成了一代宗师。

巴菲特从小就立志做一个金融交易者，先从自学入手，接触了大量的金融交易文献，但是都不得其门而入，格雷厄姆给予了巴菲特第一次升华，由一个没有章法的交易者上升为定量分析专家，巴菲特取得了一次进步，之后巴菲特从事多年的投资实践，从同事身上学到不少经验，从事独立投资使得巴菲特开始学会企业经营之道，后来经过查理·芒格和费雪的引导，获得**第二次飞跃。**巴菲特在这两次的飞跃中充分显示了“与时俱进”的品格，这对于一个20岁过后的人来说是难能可贵的，因为很多人一旦成年不复变化，要经历重大的飞跃和突破几乎不可能。从上面我们知道价值投资的第一代宗师的心血浇灌了巴菲特，而他也名正言顺地成为了第二代价值投资的宗师人物，与邓普顿等大家并列为第二代价值投资人物。当然，索罗斯与巴菲特同年出生，并且稍晚进入投资界，他也是第二代价值投资大师，不过他却是一个门派外无师自通的高人，他的风格离邓普顿更近，因为他将价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资从证券引向了更广阔的领域，不再局限于美国证券市场，不再局限**于证券本身**。在本书最后一部分我们就来谈索罗斯这个无门无派的价值投资大师。所谓功夫在诗外，索罗斯是从股票之外学会投资的，这就是早年的求生经历和后来的哲学学习。巴菲特也喜欢哲学，但是绝对没有索罗斯那么深入，顶多是躺在地板上与西岸的某个哲学家聊上一会儿。巴菲特是个"好孩子"，沿着老师们的教诲走下来了，而索罗斯则是大家认为的"坏孩子"，自己弄出来个投资风格。巴菲特改正了自己的错误，不断前进，而索罗斯则好像是一开始就这个水平，没有太大的改变。所以，"与时俱进"绝对是巴菲特智慧的一大特点，看看现在巴菲特也投资国外证券，也投资白银和外汇，就知道巴菲特又在进步了，这些可是索罗斯和邓普顿的专长啊。

为什么索罗斯与巴菲特这两位投资大师同年出生，大家可以参考《异类》提出的一些原理。

（2）查理·芒格的光辉。

谈到巴菲特，不能不说到查理·芒格，此人对于巴菲特的影响非常深远，所以很多人将芒格看作**无冕之王**，甚至对其投资才能有远超巴菲特的猜测，但是此人没有巴菲特那么多言谈，所以让外界了解不多。美国盛产双头领导型基金，巴菲特和芒格，索罗斯和罗杰斯是最为有名的两对。查理·芒格促成了巴菲特的不断进步，毕竟**除了老师之外，对自己影响最大的莫过于搭档**。研究巴菲特的投资智慧如果必须要提到三个人的话，那就是格雷厄姆，菲利普·费雪和查理·芒格，非常碰巧的是，研究索罗斯的投资智慧也要提到三个人，哈耶克，卡尔·波普和吉姆·罗杰斯。芒格是巴菲特投资旗舰伯克希尔·哈撒韦公司的副总裁，也是巴菲特最为信赖的投资伙伴。

有一本芒格的箴言录，大家可以买了看看，其中不少精辟透彻之论。

对一个人影响最深的无非是父母、伴侣、老师和搭档。

芒格也是奥马哈人，但是他接受的是法律教育，芒格毕业于哈佛法学院，之后到洛杉矶开了一家法律事务所。1960年芒格返回奥马哈的时候遇见了巴菲特，双方的投资话题自然转移到了投资上面，受到巴菲特的鼓动，不久后芒格就开始了自己的投资事业。从1962年到1975年，芒格成功地经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选股看成长性，买股看低估值。

营了一家类似于巴菲特的投资机构。尽管1973年到1974年股市最低迷的时候，芒格仍旧获得了19.8%的年平均复利报酬率，而同期的道琼斯工业指数只有5%的回报率。但是，查理的投资比巴菲特更为集中，而且更倾向于寻找那些高成长性的股票，不过他与巴菲特一样都选择股价**较低的时候介入。**

从1960年到1970年，芒格与巴菲特一直保持着紧密的联系，1978年经过一些并购之后，巴菲特和芒格走到了一起，从此成为一对令所有美国投资人羡慕的搭档，其三十几年的友谊永远称颂投资界，而索罗斯和罗杰斯这对明星搭档最终却分道扬镳，令人遗憾。而伯克希尔·哈撒韦则受惠于巴菲特和芒格的长期友谊，不断成长，这使得巴菲特成为真正的世界最伟大的投资者，这位投资者站立在格雷厄姆和费雪的肩头上，与芒格手挽着手，向前走。

从静态价值评估上升到动态价值评估。

我们来看看芒格的投资历程和哲学，要知道这些与巴菲特如饥似渴的进取情结正好合拍。巴菲特是这样评价查理·芒格对自己的影响的：**“查理告诉我不要把注意力集中于那些便宜的股票上，也就是那些价格很低的股票上，这给我一条新的成长之路，正如格雷厄姆对我的教导一般。查理改变了我的投资思想，使得我背离和超越了格雷厄姆的一些投资理念，这就是查理在我进步当中起到的非凡作用。”**投资界一直盛传巴菲特思维中的“芒格因素”，其实这并不为过，毕竟巴菲特本人的经历和言论也支持这一说法，巴菲特是一个“好孩子”在老师的教导下成长起来，然后在工作中继续学习，这符合巴菲特的成长特点，不像林奇和索罗斯那么浑然天成。巴菲特热衷于自我反省，这是他能够不断进步的主要原因，他总是怀着学习的热情，寻找新的成长源头，从格雷厄姆到费雪，而芒格则是巴菲特投资生涯中最有**导师作用的搭档。**

借助于新的变量和因素，不断变异和进化！

芒格比巴菲特大8岁，芒格非常自信，以至于周围的人认为他过于自负，而且固执己见，但是这样说的人又不得不承认芒格经常是对的。芒格的广博知识和深邃的目光，加上毫不谦让的架势使得巴菲特开始接受成长性投资的良药，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





此之前巴菲特已经经历过惨痛的教训，他因为买进了廉价股票而备受折磨，其实这**主要是因为他没有完全按照格雷厄姆分散投资的要求去执行，他仅持有数量有限的股票，**这使得他运用格雷厄姆的投资方法出现问题。为此，巴菲特开始寻求良药，此时芒格恰好出现。**芒格的睿智征服了巴菲特，使得巴菲特获得第二次飞跃。**芒格对于格雷厄姆的理论并无兴趣，他似乎钟情于费雪那种成长性投资，将资金放在前景良好的领域中。巴菲特早年的时候严格按照格雷厄姆的方法操作，只是没有那么分散而已，连格雷厄姆本人都没有做到充足的分散。随着证券市场的投资人士的专业化程度增加，连格雷厄姆本人都认为证券分析将变得无用武之地，因为大量的人掌握这种方法之后，就会使得那些隐藏价值不复存在，利用账面评估得到的收益因为分析师们相互之间的竞争而消失殆尽。巴菲特本人的实践也使得他觉得寻找廉价股的投资经常遭遇到“烟蒂”，也就是买进那些根本没有前途可言，账面价值不断折旧的企业，在伯克希尔纺织公司上的投资让巴菲特痛苦万分，被套牢了很多年。巴菲特在此过程中开始逐渐接受芒格的观点和方法，他不止在一个方面受到了芒格的影响，**我们越是研究巴菲特的生平，就越是发现他受到芒格的直接影响甚至超过了格雷厄姆和费雪，要知道最近 30 年鼎盛时期的巴菲特完全是按照芒格式的思路在进行投资的。**

静态估值需要与分散持股结合。

虽然芒格非常固执，让人觉得过于自负，但是在看待问题的时候，他却是一个求证者，也就是他习惯于求证怎样才是错误的，而不是怎样才是正确的，他总是寻找可能存在错误的推理和看法。芒格的这一思维方式也影响到了巴菲特，两人都认为应该**假定投资意见存在问题，然后去寻找这些问题，这样可以促进投资分析更加完善。**通过找到错误，认识错误，并将这些错误与投资遇到的挑战联系起来，巴菲特获得了一次又**一次的进步。**

查理·芒格倾向于研究历史上那些失败的案例，然后从中归纳出失败清单，作为自己的戒律。

在最近 30 多年的进步中，巴菲特始终无法离开芒格因素。那么又是什么力量使得芒格如此具有心智上的力量呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





中医里面强调“四诊合参”，也是这个意思。

答案是芒格的思维方式，很多巴菲特的传记作家认为芒格具有一种“栅格理论”指导下的联系思维，他可以通过纵横交错的理论，**从不同维度观察同一问题**。芒格是一个点子非常多的人，在转瞬之间很多想法就会涌上心头，同时他又是一个知道**从各个角度相互验证**的谨慎之人。芒格通过不同的学科和理论去看同一个问题，这样可以得到更为全面和准确的看法，同时他还会假定结论存在错误，然后去完善结论。**交叉验证和假定错误**，这两种思维习惯让芒格在第一次与巴菲特会面时，就让巴菲特折服了。巴菲特认为芒格虽然没有受到过投资的系统训练，但是却是一个天生的好手。从这里来看，芒格与索罗斯特别相似，与罗杰斯也有类似的地方，这三个人都是系统思维和统合分析的行家里手，惯于在不同角度和维度观察同一事物，用通俗的话来讲是“跨学科”观察者。

芒格与巴菲特一样对知识有着天生的饥渴综合征，但是芒格的学习范围远远超过了巴菲特，巴菲特集中精力于投资学问，甚至在早年局限于证券投资。而芒格则横跨多个学科，他认为只要有用的知识他都会如饥似渴地掌握。在知识掌握的宽度上巴菲特远远逊于芒格，但是两人在知识积累上确有惊人的一致的目的，那就是运用，带来收益。芒格的阅读范围横跨金融、经济一直到心理学、历史学等诸多人文学科，甚至自然学科。他在阅读的过程中逐渐找到相互之间的联系，然后以此建立起他的观察和思考框架，一些毫不相关的知识和理论被他整合起来以备运用，这就好像横竖**交错的栅格一样**。芒格通过数学、生物学、经济学、心理学等的有机结合构成了他的栅格理论。这个理论成为他观察周遭一切的框架，也是他据此制定决策的准绳。从这里可以看到芒格已经成了巴菲特源源不断的知识来源，可以解答巴菲特面临的诸多挑战，巴菲特负责提出问题，而芒格则负责解答问题，然后两人再去实践，验证这个答案是否正确。虽然巴菲特也有独立思考的能力，但是在面临新问题时，芒格成了地图提供者。

如果从九型人格心理学的角度来解读查理·芒格，可以发现他属于七号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特毫不吝啬地说："查理是地球上思维最敏捷的人。"

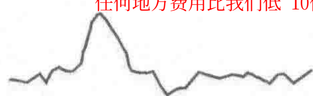
**芒格认为在栅格理论中，心理学占据了首要地位。**芒格认为人的思维天生存在缺陷，这一点与卡尔·波普非常相似，所以芒格与索罗斯的相似又多了一点。通过芒格的影响，巴菲特认识到了自己认知能力的局限，这使得他非常重视能力范围的问题，最终成为他归纳出的一条智慧法则。通过芒格的影响，巴菲特意识到"市场性专利"，意识到"能力范围"，重新找到了适合自己集中投资习惯的投资风格，这就是费雪所传授的投资风格。巴菲特通过查理·芒格完成了人生无数次飞跃和进步。下面我们将看到巴菲特在投资操作方面的具体转变，这是巴菲特坚持"与时俱进"法则的一个最具体案例。

（3）烟蒂投资的成功转型。

在遇到查理·芒格并接受费雪的教诲之前，巴菲特严格按照格雷厄姆的投资理论进行操作，在实践中他开始发觉格雷厄姆理论带来的消极结果。巴菲特认为格雷厄姆的方法是买进那些价格低于账面价值的公司，但是随着分析师水平提高这样的机会越来越少，那些经营糟糕的公司却经常通过筛选，使得巴菲特被这些有问题公司所缠绕。这些问题公司的账面价值往往不能完全兑现，这使得巴菲特受到很大的打击，于是他将按照格雷厄姆的方法进行投资的败笔称为"烟蒂投资"。**经过查理·芒格的帮助，巴菲特开始注意一些关于公司经营的特征，而不是仅仅关注财务报表。**巴菲特认为：**"困难并不于在如何接受新的思想，而在于自己不能跳出旧思想。"**巴菲特直到晚年都认为格雷厄姆对他影响最大，所以他对于成长性的偏重仍旧低于费雪看重的程度，只是到了林奇这一代价值投资者才加大了对成长性的重视程度。巴菲特在 1984 年的《证券分析》出版 50 周年纪念大会上重申了对格雷厄姆的敬仰，并表示格雷厄姆的最大贡献在于提出了"安全空间"法则，这使得价值投资者有了自己流派的核心理念，巴菲特认为**每个格雷厄姆的学生都发展出了差异化的估值方法，但是就以低于价值的价格买入股票这一理念而言，每个人都受**

股票投资的本质是商业经营，期货投资的本质是套期保值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**到格雷厄姆"安全空间"投资理论的恩泽。**但是，巴菲特已经超越了"安全边际"，或者说"安全空间"的最初用法，主要是对估值发生了改变，不再坚守静态估值，转而使用费雪的特质分析法评估动态价值，不过他承认自己仍旧受制于格雷厄姆数量化的思维，因此在评估动态价值时仍旧持有谨慎的态度，甚至还热衷于静态估值下的安全空间优势。

能够让巴菲特从烟蒂投资转向兼顾静态和动态价值的因素有两个：一个是芒格的出现，另一个是纺织企业投资的败笔。在格雷厄姆投资思维限制下，巴菲特认为人的认知能力不存在局限，可以通过数字来洞悉一切，但是经过多年投资实践后，巴菲特开始由账面转移到企业的实际经营层面，这其中体现了巴菲特对定量分析**不足的深刻反思。**

价值投资的根在企业经营，判断和分析企业经营的要点在于业务分析和财务分析交互使用，综合参考。

巴菲特现在掌管的投资旗舰名叫伯克希尔·哈撒韦，这最初是一家纺织企业，从巴菲特购入伯克希尔·哈撒韦开始，他就陷入了麻烦，而这些麻烦主要是严格执行格雷厄姆固守账面价值的理念引起的。更为重要的是，他并没有执行恩师要求分散的投资信条，在集中投资的个人习惯驱使下照搬格雷厄姆利用市净率作为投资的准绳，这样的做法让巴菲特在投资伯克希尔·哈撒韦纺织公司时吃尽了苦头，巴菲特曾经不无感慨地说："我知道纺织业非常难以经营，我们已经有过许多的经验和教训，我们确实应该吸取这些东西。"从巴菲特介入伯克希尔·哈撒韦开始，他就一直在为该公司的运作耗费心力，公司的管理者一直将资本和利润配置在纺织业中，巴菲特当时并不反对这样做。后来，公司的管理者，也就是以前的所有者想要回购公司股票时，巴菲特也没有答应，**他仍旧陷在一个低成长的行业和公司中。**他之所以这样做主要是因为恪守格雷厄姆的投资信条，寻找那些市净率降低的企业。在介入伯克希尔·哈撒韦20年之后，巴菲特开始考虑停止纺织业务。这一时期，巴菲特因为纺织品业务搞得心力交瘁，但是他仍旧忍不住向这个行业投入了更多的资金，此时纺织业在美国的利润水平已经出乎寻常地低了。巴菲特内心开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





出现矛盾，一方面现实的实践告诉他应该放弃这类“烟蒂”投资，另一方面格雷厄姆的理念和他已经支出的金钱使得他想要继续持有伯克希尔·哈撒韦的纺织业务。在两项矛盾下，巴菲特还是选择了向过去妥协，他到处寻找理由支持买进和继续持有纺织业务的理由，大致而言，他认为良性多元化是介入纺织业的一个很好理由。那时候他仍旧辩称道：“虽然介入伯克希尔·哈撒韦这家纺织公司是一个错误，但是并不是一场灾难，时间将会证明这次**并购还是具有某些价值。”**

不要为失败找借口，要为成功找方法！

很多传记作家都将巴菲特描述为一个完人，至少认为他不存在普通投资者具有的那些弱点，比如为自己错误的投资寻找借口，在失败的投资上继续加码等。其实巴菲特在纺织行业上的介入就是一个极大的错误，而长年的坚持更是将这个错误放得很大。巴菲特的主要问题在于纠结于之前的投资决定，先前的支出也使得他不能够**爽快地认赔出场。**他无法做到在纺织业上及时收手，甚至停止投资都非常困难。到了1985年，巴菲特旗下的纺织品业务积累了无数问题，前景一团糟糕，经营下去几乎无利可图，这时候巴菲特已经很难为自己找到理由了。此时查理·芒格的影响继续扩大，巴菲特认识到必须从过去走出来，从**格雷厄姆的教条下走出来。**

沉没成本会干扰理性判断。

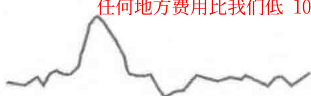
穷则思变，变则通！

巴菲特从这件事情上认识到了人总是会犯错，也就是说，人的认识总是会存在缺陷，同时格雷厄姆那种拣便宜货的做法也存在局限性。况且格雷厄姆在某种程度上还认为价值是可以定量化的，这对于巴菲特的操作理念产生了消极影响。因为数字的运用使得投资者出现了“认识完备性”的幻觉。

巴菲特认为他在此之前并没有很好地意识到认识存在缺陷的问题，充满幻想和骄傲自满是巴菲特陷入困境的主要原因，之所以他会存在这类心态主要是由于他认为数字是可靠的，格雷厄姆的证券分析技术使**得他产生了某种幻觉。**格雷厄姆对于一家公司在未来盈利的能力充满了怀疑，这使得他更多依赖于通过财务报表来评估企业的价值。巴菲特在格雷厄姆的教导下认为，所谓的价值投资就是买入那些有形资产

数字让人产生安全的幻觉，进而忽略了背后的逻辑。而真正决定成败的是对逻辑的洞察和掌握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





当整个经济出现问题的时候，所有资产的价格基本上都会重估，这个时候的清算价值将远远低于经济正常时候的账面价值。

价值高于股价的公司，但是他忽略了这些有形资产的创造价值的能力，也就是忽略了这些资产未来能够产生的现金流，**对于破产清算价值，他也过于乐观了。**巴菲特后来带着自嘲的口气称那些只关心账面价值和股价相比较高的投资应该被称作“烟蒂投资”。巴菲特早年的投资就是在静态基础上评估价值，他在价格大幅下跌的时候吸纳进账面价值较高的股票，然后当价值和价格一致的时候抛出股票，当时巴菲特还一直局限于静态价值的投资，对于价值的认识也仅仅是价格和静态价值的关系，对于市场性专利带来的价值，他几乎没有什么概念，直到芒格和费雪走入他的投资世界。

芒格让巴菲特认识到了三个方面的问题，这些带来了巴菲特的飞跃：首先，芒格让巴菲特知道了投资的心理层面面临的挑战，格雷厄姆在教会巴菲特的时候提到过“市场先生”，但是格雷厄姆认为基于有形资产的价值评估可以规避市场情绪的影响，这实际上是认为基于有形资产的价值评估可以避免偏见和心理陷阱。**芒格以自己最为重视的心理学知识告诉巴菲特，认识都存在偏差，而这使得巴菲特开始重视费雪提出的某些关于投资者认识能力的命题，这就是巴菲特后来发展成“能力范围”的投资法则。**其次，芒格让巴菲特注意到有形资产之外的无形资产价值，这就是公司的商誉，特许经营权，过桥收费特征，管理层素质等，这些理念后来被巴菲特发展成为“市场专利”投资法则。最后，芒格让巴菲特认识到了价值除了静态层面，还有动态层面，也就是说价值除了空间维度还有时间维度，从而让巴菲特开始注意公司的成长性。通常而言，无形资产，也就是空间深度方面的价值是时间价值的一个保障，拥有市场性专利等无形资产的公司在未来更容易取得较高的收益水平，其时间价值也就相对较高。虽然巴菲特对芒格介绍的东西能够很好地消化，但是他却并没有很好地运用时间价值投资，而这点后来在林奇身上却得到了很好的实行。芒格带给巴菲特继续成长所需要的养料，而这些养料的生产者就是菲利普·费雪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特从格雷厄姆身上学到了“安全空间”和“投资为王”，从费雪身上学到了“能力范围”和“市场专利”，而“集中投资”和“远离市场”则是他自己与生俱来的习惯。凭着一颗好学上进，与时俱进的心，巴菲特成了世界最伟大的投资者。与此同时，我们不得不向造就伟人的三位巨人致敬，他们就是：**证券分析之父格雷厄姆**，增长投资先驱菲利普·费雪和栅格投资先驱查理·芒格。

为什么称格雷厄姆是证券分析之父，而非公司分析之父呢？

（4）股王之路。

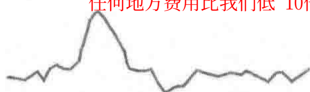
巴菲特的这种不断进取的精神在所有伟大投资者身上都非常少见，即使是那些伟大的投资者，过了30岁也不太可能接受根本性的新理念。你可以翻阅大量的文献，几乎看不到第二个投资大师在30岁之后改变自己的重大投资理念的。这就是巴菲特的伟大之处。股王之称当之无愧，我们就来具体看看巴菲特是怎样利用自己的奋进和不断革新的精神去迎接一个又一个伟大的飞跃的。

**成为股王，巴菲特只遵循了一个法则：“与时俱进”。这个法则包含了四个方面的内容：第一，向自己敬仰的人学习；第二，广纳百家精华；第三，从事自己热爱和习惯的投资类型，不断钻研以便有所成就；第四，勇于承认错误，永远不会太晚。**

对新事物如饥似渴，这样才能不断变异，在一个系统当中，最灵活的人影响力最大。

现在我们来看看第一条，向自己敬仰的人学习。1998年5月，当时67岁的巴菲特在华盛顿商学院发表演讲：**“成功就是获得你想要的，而所谓的幸福则是一个过程，也就是追求你所想要的，当你们走出大学校园的时候，建议你们去为自己敬仰的人工作一段时间，这对你们的成功和幸福都有极大的帮助。”**这段话无疑概括了巴菲特早年师从格雷厄姆所获的益处。巴菲特大学时读到了格雷厄姆的《聪明的投资者》一书，他认为自己见到了上帝，投资界的上帝，当时巴菲特决定有机会的话一定要向格雷厄姆亲自讨教。大学毕业后幸运眷顾了巴菲特，虽然当时他没有进入自己心仪的名校，但是却来到了自己一直仰慕的格雷厄姆身边，此时格雷厄姆在哥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





伦比亚大学商学院任教，巴菲特成了门生，按照此后的发展来看应该是最得意的门生，连格雷厄姆的妻子在后来的日子里都连连称赞这位徒弟，甚至还主动帮徒弟介绍客户。格雷厄姆保护本金的思想深深地影响了巴菲特，他要巴菲特记住投资第一条原则是保护本金，第二条原则就是记住第一条原则。**格雷厄姆的本金保护原则是通过“安全空间”和“分散投资”来达成的。**巴菲特牢记了格雷厄姆的教诲，在以后的投资中，巴菲特精彩地演绎了“安全空间”原则，严格而言，**价值投资的核心就是“安全空间”，与此相对的则是技术投资的核心：“顺势而为。”**

安全空间的核心在于估值，估值的基础是商业竞争优势，顺势而为的核心在于趋势，趋势的基础是什么呢？

巴菲特自称有两位师傅，除了格雷厄姆，还有菲利普·费雪。格雷厄姆的分析以对财务的数字分析见长，他着重于静态的价值分析，而费雪的分析以对公司的定性分析见长，他着重于动态的价值分析。费雪主张关注投资于那些成长性高于平均水平的公司，为了找到这样的公司应该着重从公司的管理和销售，以及无形资产出发进行考察，有形资产是无法看出成长性的。**不要只坐在办公室对着数字琢磨，要去做实地调查，与公司管理层交谈。**这些费雪的精华让巴菲特如沐春风，他在实地调查方面确实超越了格雷厄姆，而林奇在这点上走得更远，甚至提出了生活中做投资的理念，认为业余投资者具有战胜专业投资者的“信息优势”，因为专业投资者大多是在办公室中做投资分析，远离了真正的企业经营和销售状况，而普通投资者则可以利用生活和工作的便利接触直观信息。

两位大师的教诲对巴菲特形成自己的投资原则产生了极大的影响，但是巴菲特的最伟大之处在于他能够化而通之，化而用之，不仅仅停留在理论的层面，能够学以致用。要进行成功的投资，就必须对理论灵活地加以使用，要将纸面上的东西结合实践进行糅合而后变通。他认为股票市场是那些理性、自助、好学勤劳的人施展抱负的天地。巴菲特仰慕格雷厄姆，师从了格雷厄姆很长一段时间，毕业后经过数次坦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





诚的恳求终于来到老师的公司工作，在这里他继续受到格雷厄姆的教诲，不过这些教诲离实践更近了。之后巴菲特接触了费雪的著作，他废寝忘食地阅读了费雪关于无形资产和成长性的论述，并且想法方法得到费雪**的亲自指点。**

得到费雪真传的应该是费雪的儿子，也是一位大名鼎鼎的理论与实践俱佳的投资大师。

现在很多投资者将价值投资与成长投资截然分开，巴菲特一直被归为价值投资者。**所谓的价值投资就是那些以静态价值为主进行评估的投资方法，而所谓的成长性投资则是那些以动态价值为主进行评估的投资方法。其实，两者都是针对价值进行抉择，都是真正意义上的价值投资方法的一个分支。**无论是保守的价值投资还是成长性投资，都需要兼顾另外一个方面。传统的价值投资者不能只顾经营历史和现状，不能只看那些有形资产，而成长性投资者也不能只看预期，只注意那些无形资产能够带来的未来现金流。巴菲特作为第二代价值投资的集大成者，很好地将格雷厄姆的有形资产与费雪的无形资产结合起来进行价值投资，但是他还没有跨出关键的一步，那就是在无形资产的基础上进行成长性投资，虽然他也做了不少成长性投资，但是都是以无形资产投资，也就是市场性专利为核心进行的。直到林奇出道，价值投资的第三代宗师才出现，林奇以三本著作详细地论述了有形资产、无形资产和成长性三个维度的价值投资。绝大多数投资界人士都认为如果林奇做得更久，他的总利润一定超过巴菲特很多，毕竟巴菲特的年复合回报率是24.7%，林奇是29%，而索罗斯的则是28.6%。三个人当中，以巴菲特投资年限最长，索罗斯其次，林奇最短，但是也超过了10年，而且期间有好几次股市大调整。不过，就现实成就和投资期限而言，巴菲特无愧于“世界最伟大投资家”的称号。对于林奇之后的投资者而言，**我们应该在坚守安全空间的基础上注重成长性投资，在现实和未来之间找到均衡，不要将成长性与毫无基础的梦幻概念相混淆，费雪已经给出了关于成长性的现实判断法。**

“与时俱进”法则的第二个内容就是“容纳百家之长”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特和林奇都是经济学出身，这无疑体现了两人对投资事业的缘分和热爱，似乎冥冥之中，命运已经安排股王和股圣的登台表演。巴菲特是一个对于知识永不倦怠的好学者，他20岁时，由于具有一定投资经验便将积蓄用于投资实践，从中更好地获得格雷厄姆式的投资功夫。从哥伦比亚大学毕业后，巴菲特没有如愿地进入恩师的公司，但是他并没有放弃学习，他争分夺秒地阅读更加广泛的书籍和文献，每天都沉浸于投资学习和投资实践。他一有空就赶往林肯市图书馆，查阅各类投资书籍和统计材料。勤学不倦的巴菲特此时以格雷厄姆的思想为指导，广泛阅读了各类投资思想，特别是与财务和行业有关的书籍，结合实践，他将格雷厄姆的体系运用自如。巴菲特的好学精神和容纳百家的气魄是他从来不曾停止前进的步伐，很多师从格雷厄姆的投资者要么固守格雷厄姆的方法，要么完全抛弃这一方法，而巴菲特则超越了格雷厄姆，他从费雪那里获得了力量。**沃伦·巴菲特能够成为21世纪最出名的投资者与他的博采众家之长的好学精神密切相关。**

股票投资是一种博弈，而博弈取胜要求不断寻找思维方式和信息渠道上的优势。

巴菲特的儿媳在一本书中将巴菲特描述为诸多大师的集合体：部分的格雷厄姆，将价值作为投资唯一对象，通过安全空间来规避投资风险；部分的菲利普·费雪，将企业的成长性和无形资产作为投资研发的重点，关注公司管理等定性因素；部分的劳伦斯·彭博，将市场性专利，也就是某种排他性的竞争优势作为选择投资对象的法则；部分的约翰·威廉姆斯，将现金流贴现技术引入了价值评估，从而可以在动态方面评估公司的价值，根据未来的收益流而不是现在的资产状况评估公司价值；部分的罗德·肯尼斯，提供了组合概念，认真研究某一领域同时兼顾整体；部分的艾格·斯密斯，完善了长期投资的理念。这些人都为价值投资的某个方面做出了自己的独特贡献，代表了价值投资近百年来的不断发展，巴菲特对价值投资的掌握也不是一蹴而就的，他对这些价值投资杰出理论的学习并非在一夜之间完成，能够广纳百家的气魄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





使得巴菲特能够成为王中之王，其复合回报率虽然没有林奇和索罗斯高，但是其投资年限却是三者之中最长的。

从事自己热爱和习惯的投资类型，不断钻研以便有所成就是“与时俱进”法则的第三个要求。巴菲特对于投资的热忱从小就开始展露无遗，而能够师从名师，然后自己独立开创投资事业更是巴菲特一生的梦想。巴菲特很小的时候就跟周围的人说自己在35岁之前会成为一个百万富翁，那时候一个身价百万的人是一般人望尘莫及的。不过有人追问巴菲特是不是对钱很感兴趣时，巴菲特严肃地说自己对于金钱本身并没有太大的渴望，只是喜欢看见财富增长，数字不停飞滚的样子。巴菲特喜欢让钱袋子迅速膨胀，但是对自己的生活却要求不高，他曾经因为爱妻花了一万多美元更换家具而感叹，其平时做的最奢侈的一件事情就是购买了一架私人飞机，而这还被比他更注重成本的查理·芒格所诟病，以至于他表示自己如果去世，查理就会立即将飞机卖掉。巴菲特在数年前已经表态要将个人85%的财富捐给全球首善基金，这表明了巴菲特对财富本身的淡漠，以及对慈善事业的支持，一个身价很快可以达到千亿美元的富翁，将个人财富的85%捐给世界上最庞大的个人慈善基金：盖茨—美莲达基金，这样的壮举让全世界很多富豪汗颜。无论是巴菲特还是索罗斯，都不以金钱本身为荣，巴菲特喜欢挑战世界的赚钱纪录，对于他而言钱真的只是一个比赛成绩而已。而索罗斯则将金钱看作自己完成哲学理想和社会理想的工具。两人都以自己喜欢从事的投资事业来**达成个人梦想**。

巴菲特曾经说：“我最愿意与充满激情的人一起工作，挑战极限，做那些自己想做的事情。**如果连自己想做的事情都不能去做，人生还有何意义**。我从事证券投资事业主要是因为它可以让我过上我想要的生活，我没有必要为了社交成功而掩饰自己，投资可以给我自由和**自然的乐趣。”**这些话深刻地反映了巴菲特对于投资是多么热爱。巴菲特的朋友都认为他是一个生活随意的人，而这正是巴菲特从事投资的主要原

人生就是功课，投资也是功课，上天让我们投身于此，从事这样的事业并非是为了让我们享受美好，而是为了让我们有所进步。

根据MBTI判断，巴菲特应该有较大的概率是INTJ类型。大家可以上网查下INTJ的含义和特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





因之一。从巴菲特早年的经历当中，我们可以发现为了从事自己想要的投资事业，巴菲特可以不远万里去寻师访友，可以舍弃消费和休闲去研究公司，将投资化作生活，不只是巴菲特，还有彼得·林奇和乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯。美国一位商业界的翘楚曾经这样评价巴菲特对投资事业的热忱：“巴菲特是我们这个时代的骄傲，他的辉煌从20世纪下半叶延续到21世纪。其财富积累速度如此之快，以至于比尔·盖茨在未来数年也会被巴菲特远远抛在后面，想想看每年25%的增长速度，这可以让巴菲特的财富3到4年就翻一番，无论哪个实业界的巨擘都无法做到这一点。为什么巴菲特能够创造奇迹，我想最为重要的一点就是他比这个世界上所有的人都热爱股票投资，从其出生到其入学，再到建立基业，每每想到这里我就感叹**造物主的神奇。**”凡是接触过巴菲特的人，凡是研读过巴菲特年报的人，凡是看过巴菲特传记的人，没有一个不为其执着所叹服，其执着的根源在于“做自己想做的事情”。为什么巴菲特能够在30岁之后还有不断的飞跃，其投资智慧甚至在21世纪初也出现过重大的飞跃，一个在70岁以前一直从事股证券投资的专家可以在贵金属和外汇领域建立新的领地，这需要多么大的思想和精神准备啊。

会其者，不如好其者，好其者不如乐其者！

**巴菲特的过人之处有很多，但是能够听见自己内心深处的渴望，找到自己的声音，这恐怕是他成功的主要动力。**这个世界上太多人不知道自己为什么而活，不知道活着是为了什么，不知道生命的意义，不知道自己的追求，不知道现在在做什么，而巴菲特仅仅是明白了自己真正想要的东西，明白了可以毕生为之奋斗的事业，这就是其伟大所在，这就是他的过人之处。**巴菲特认为知道自己想要什么是很幸运的，而能够为自己想要的东西努力则是幸福的，一个人既幸福又幸运，那么他的人生便是成功的。**那些不值得去做的事情，必然是自己不喜欢的事情，这样的事情就不应该勉强去做。巴菲特是一个现实主义者，一个坚持外在世界应该为内心世界腾出空间的特立独行者，融汇美国东西部的大师精华，在

据说很多名人都是在阅读了《薄伽梵歌》之后发现了内心深处的声音，进而放手去做自己想做的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





中部僻壤开立自己的百年基业，这就是一个明白自己应该是投资者而不是棒球选手的巴菲特成功的秘诀。

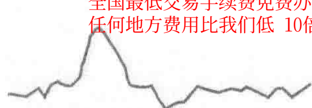
**人都会犯错，人的成功经常是一个不断尝试、试错的过程，顿悟只能建立在不断实践和犯错的基础上，没有伟人能够生而伟大，传奇在童年的时候埋下种子，但是只有在经过苦难和失败的浇灌后才能开出最美丽的花朵。**巴菲特因为"烟蒂"投资而深陷纺织业，他曾经一度因为固守格雷厄姆的理论而忽略了事实，对于芒格的建议，他认为是正确的，但是却因为内心的情感而不能理性处理，他学过经济学，但是却没有及时而恰当地处理那些算作沉没成本的投资。不过，伟人的伟大之处在于能够在事情没有变得不可收拾之前改正错误，最终巴菲特认错出局，从实践上彻底超越了格雷厄姆，开始真正领略到**费雪精神的实质。**巴菲特的失败并不能抹杀其作为世界最伟大投资家的资格，反而增加了其荣耀，也使得他离普通投资者更近了，这是一种亲切的感觉，因为沃伦也有人性的种种复杂之处，这跟那些自以为没有沃伦天赋的人以很好的反驳，**每个人都具有人性，关键是是否能够恰当地处理和运用自己人性的一面。**

种树的最佳时间有两个，第一个是十年前，第二个是现在！

巴菲特最喜欢的体育活动是桥牌运动，对于桥牌他最喜欢的一本书是《输掉桥牌的原因》，这本书告诉了人们哪些错误会导致桥牌选手输掉比赛。巴菲特明白**错误本身并不可怕，可怕的是不明白错误所在，忽略了错误的存在，甚至根本不承认自己会犯错。**在巴菲特看来错误的定义有两点，一是不遵循自己的投资哲学和投资系统，这主要表现在违背来自格雷厄姆和费雪等第一代价值投资者的思想，当然这些思想是经过思考和实践而沉积下来的，并非教条化地恪守一切；二是不顾实践的反馈，一味坚持错误的做法，一直得到错误的结果。**人总是希望采用同一做法而得到不同的结果，**这点巴菲特认为非常好笑。对于投资巴菲特认为最为重要的就是在坚持一套投资方法的基础上定期回顾，然后革新，经历一个"遵守—反馈—调整—遵守—反馈"的**良性循环过程。**

只有反馈，没有失败。没有反馈，没有进步！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特在1961年购买了米尔制造公司，其运用的投资方法完全恪守格雷厄姆的静态价值评估，这是一家生产风车和农用机械的工厂，其成长性相当差，但是巴菲特却按照格雷厄姆的有形资产评估法得出这是一桩划算的买卖。后来他发现这家公司不仅成长性差，而且其管理层对于股东并不诚实，在成本管理上阳奉阴违，这时候巴菲特已经认识了查理·芒格，巴菲特很快意识到自己的投资错误，他不久卖出了这家公司的股份。巴菲特对于自己的错误相当坦诚，他经常在伯克希尔·哈撒韦的年报中向股东直陈自己的过失之处，这既符合巴菲特的投资哲学，也符合巴菲特的**处事风格**。在认识到自己的错误之后，巴菲特毫不手软地改变这一切，唯一一次拖得比较久的败笔是对纺织业的投资，但后来巴菲特还是坚决地纠正了这一错误，亡羊补牢，犹未晚矣。

Ray Dalio也强调了直面真相和事实的重要性！

无论是巴菲特还是索罗斯都认定人可能犯错，人的心智天然存在缺陷，在认知能力上更是如此，**情绪也会妨害人的投资能力正常发挥**。巴菲特的这种认识来自芒格和费雪，而索罗斯的这种认识来自卡尔·波普和哈耶克。看来大师的哲学都有某些共同性，这就是承认人具有犯错的普遍性，所以要运用一些风险规避手段和纠错机制。

身体状况对情绪有很大的影响。

## 第三节 巴菲特的智慧法则二：能力范围

我确实只做了我理解的事情。

——沃伦·巴菲特

知己知彼，百战不殆；知天知地，胜乃不穷。

——孙武子

（1）只在能力范围之内投资。

巴菲特的性格与投资手法都别具一格。在这一点上，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





菲特深受其父亲和格雷厄姆的影响。因此，他只做有把握的投资。巴菲特的父亲爱德华曾经是一个股票经纪人，也做过国会议员。这位成功的父亲教导自己的儿子要稳健做事，不要做任何可能成为头条新闻的事情，霍华德先生稳健的处事作风对巴菲特的投资风格产生了深远的影响。巴菲特在股票投资中始终审慎对待自己的分析结论，并且将自己的投资范围局限于那些自己可以很好地分析的公司上面。

中国的福布斯排行榜往往成为“杀猪榜”，为什么会这样呢？

世纪之交的时候投资国外股在美国证券界蔚然成风。由于对国外的股票并不了解，所以巴菲特并没有将自己的投资转向国外。随着自己对国外股票市场的了解逐渐加深，并且能够很好理解那些股票所属公司的运营情况，巴菲特开始涉足像中石油这样的股份。只做自己了解的生意和投资，这就是在自己能力范围内投资。下面我们就来深入研习巴菲特的智慧之二：能力范围。

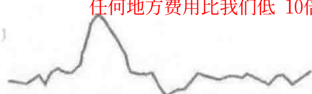
**进行价值投资，最为重要的是进行公司分析，而有效的公司分析有赖于充分了解公司的业务运营和经营背景。**所以，价值投资的成功的唯一路径在于关注那些我们能够充分**了解的公司。**一个价值投资者能够充分了解和掌握的公司的总和就是他的能力范围，而巴菲特倡导的投资方法就是在此能力范围内进行投资。

最大的风险源于无知！

巴菲特的能力范围法则包含了两层意思：第一是要识别出自己的能力范围；第二是要在自己的能力范围之内进行投资。在巴菲特的能力范围之内，他十分清楚进行投资所遵循的法则，他拥有抓住这些能力范围之内机会的资质。对于自己的能力范围，巴菲特曾经在一次股东大会上这样直言不讳地说道：“我已经对自己的能力范围的具体大小了若指掌，如果你说出任何一家美国大公司的名字的话，我就能够在5秒钟之内告诉你这家公司是不是在我能力范围之内和我是否很可能采取某种手段来摆平这家公司。”

正如巴菲特自己所声明的那样，他会在自己的能力范围之内很好地行事，而不会去关注那些根本无法掌握的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





但是，不可否认，查理·芒格非常注重利率和通胀。

巴菲特和其搭档查理·芒格在进行股票投资时，并不会对诸如宏观经济走势这样的问题大加分析和评论，因为这些预测根本无法**有效地做到**。即使一个顶尖的经济学家也无法预测宏观经济的走势，所以巴菲特很明智地选择了在自己的能力范围之内，多做些关于公司本身的分析，而不是关于美国利率走势的分析。

奥地利学派可以预测吗？

巴菲特认为就现在的理论效力而言，经济本身并不能被准确地预测，甚至连大致准确的预测都不现实。经济是一个复杂的系统，经济内部的相关关系错综复杂，一个小小的变化就可能引起蝴蝶效应，导致一个巨大变化的出现，而这一巨大变化在我们现在的经济学**看来是无法预测的**。这类预测就是能力范围之外的事情了，所以巴菲特从来不去做这类超乎能力范围的事情。

确定性和重要性二维矩阵。

虽然巴菲特承认自己不能预测这些宏观经济方面的走向，但是这并不妨碍他进行投资。他进行投资的一个前提就是**认识到某些事物是可知的，而另外一些事物却是不可知的，同时一些事物是重要的，而另外一些事物是不重要的**。对于成功的投资者而言，重要的是把握那些可知而又重要的东西，不要在那些不可知和不重要的东西上花时间。

巴菲特宁愿在重要的和可知的交集上进行投资分析和决策。巴菲特说："我们的任务确实集中在我们能够知道的很重要的事情方面，如果某件事情不很重要，或者我们不可能了解它的话，我们将这件事情一笔勾销。"**在投资的世界中，巴菲特能够通过区分可知与不可知，重要与不重要来客观地评估提供给他的机会**。经过过滤后，巴菲特做出决定时所要考虑的变量是如此的显而易见，这使得巴菲特对于自己的判断更加自信，从而投资期限也就更加的持久，这毕竟需要来自坚定判断下的耐性。

（2）如何运用能力范围法则。

通常而言，巴菲特在投资中运用能力范围原理时，会经过下面三个步骤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





- 第一步：确定自己知道什么，不知道什么。
- 第二步：保证自己知道什么。
- 第三步：检查自己所知道的事情。

下面我们就来看看这三个步骤的具体内容。巴菲特认为自己只是公司分析的专家，而不是宏观经济学家、营销专家和产业专家。当他进入投资界的时候，他分析了当时上市的每一家公司，真的是将所有的美国上市公司都挨个分析了一通。从这段经历中，巴菲特发现总有某些关键而且可以掌握的东西存在，只要抓住了这些要素，投资分析也就变得有效率了。他认为所有的公司都会不断发生变化，不过其中确实存在普遍的原则，这些原则是恒久不变的，是自己可以知道的，是在自己的能力**范围之内的**。这些东西就是他认为一家企业能够持续保持其增长态势，而免受残酷竞争之苦的特质。

所谓"实相"就是恒定的本质，巴菲特依止于实相，从某种意义上讲他也是一位修行者！

他在各种不同行业和成长阶段的企业中发现了这些可以了解的关键因素，这些就是股票市场为巴菲特提供的投资机会的可知特征。巴菲特说："其实，大众充满了贪婪、恐惧和盲从，这些都是可以预料的，但是股市中这些群体行为发生的先后顺序却很难准确预测。"所以，尽管他并不知道股票的价格会在什么时候上涨，什么时候下跌，但是根据他寻找到的那些普遍原则和特征，他确实能够找到那些能够带来机会的投资对象。

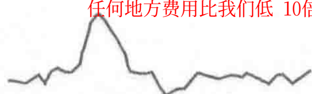
巴菲特的能力范围包含这样一类公司，这些公司具有他认为可以预知的某些关键因素。他认为**简单地坚持容易和明显的做法要比更为复杂和困难的做法更有利可图**。虽然巴菲特对于公司分析的具体看法在不停地改变，但是他对于那些可知和重要的特征的看法从来没有发生过根本的动摇。

没有什么是永恒不变的，为了保证以前正确的认识现在仍旧正确，我们必须对这些东西进行检验，以确保我们的能力范围仍旧包含了这些东西。为了达到这样的目的就必须进行逆向思考，也就是**将那些一直正确的观点拿来找漏洞**。

寻找失败的原因可以让我们成长更快！

不断怀疑你原本以为正确的观念只是巴菲特进行能力范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





围检验的第二步，最为重要的是第三步，也就是对自己决策的结果进行分析，通过分析，他可以检验自己所知道的事情是否仍旧在自己掌握之中。巴菲特将自己的投资决策和表现非常诚实地保持在公司记录上，在这个记录中，他让自己的思维和决策，以及此前的能力范围无处遁形。但是，对于许多普通散户投资者而言，他们要么嫌记录交易决策和表现麻烦，要么就是极力逃避自己的糟糕表现。但是，**巴菲特却将自己的错误全部都记录了下来，并且开诚布公地告诉公司的股东。**在股东大会上，巴菲特是这样表达接受错误的重要性的："我希望能够解释我的错误，也就是弄清楚我们是为什么亏损了，这样的话我们就可以在第二年改正这些错误。"

巴菲特大致就是如上所述地遵循了能力范围这一法则。首先，确定自己力所能及的掌控范围；接着，尝试对这些范围进行思想上的反驳和验证；最后，通过实际交易进行最终的验证和总结，从而确认或者修改此前确立的能力范围。

下面我们就来看看巴菲特在其几次重大投资活动中运用能力范围法则的例子。在其一生的投资生涯中，巴菲特涉及过领域广泛的行业板块：广播公司，加油站，烟草公司，食品饮料公司，石油和矿产开采公司，银行，保险，广告公司，纺织品厂，农具厂等。这些企业中，有些是由他控股，另外一些则是少数股东。但是，不管占股的比例多寡，巴菲特对于这些企业的经营流程都是非常了解的。他之所以能够保持对所投资的企业有高度的掌握，主要是因为他有意识地运用了能力范围法则，将自己的投资对象限制在自己理解和分析能力的范围之内。巴菲特为此专门给出了一条忠告：**"务必在你自己能力允许的范围之内进行投资决策和实践，你的能力有多强并不重要，关键在于你能够正确地了解和评价自己的能力。"**

我们这里看四个例子：对华盛顿邮报的投资，对政府雇员保险公司的投资，对大都会/美国广播公司的投资以及对可口可乐公司的投资。

*在互联网时代，巴菲特仍旧看重地方媒体。*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





首先谈谈对华盛顿邮报的投资。巴菲特的祖父曾经拥有过一家报社并自任该报的编辑，巴菲特的父亲在大学期间曾经担任过报纸的编辑，而巴菲特自己也曾经当过《林肯日报》的推销员。1969 年，巴菲特已经通过购买《奥马哈太阳报》进入了报纸行业，通过经营这一报纸，巴菲特积累了丰富的报纸运作经验，所以在其入主华盛顿邮报之前已经有 4 年多**的报纸经营实践。**这表明了入主华盛顿邮报基本上在巴菲特的能力范围之内，也是他运用能力范围法则的一次具体表现。

对于政府雇员保险公司的投资也完全在巴菲特的能力范围之内。早在 1950 年，巴菲特在哥伦比亚大学读书时，巴菲特专程到华盛顿特区拜访该公司的经理，在此次交流中，巴菲特询问了很多问题，而该经理也花费了 5 个多小时的时间向巴菲特解释政府雇用保险公司的特点。后来，巴菲特就向自己父亲的经纪公司的客户推荐了这只股票，自己也在该公司的股票上投资了 1 万美元，此次投资使得巴菲特获得了 50%的收益。接着，他又买入堪萨斯人寿保险公司的股票，并获取了 300%的收益。积累了多年经验之后，巴菲特对保险行业非常熟悉和有把握，这使得他于 1976 年再次买入政府雇员保险公司的股票。

巴菲特在华盛顿邮报董事会任职期间积累了关于媒体的大量营运知识，所以这对十年后入股大都会和美国广播公司有非常大的帮助。而巴菲特最为出名的一次投资还是买入可口可乐的股票。可口可乐的生产工艺非常简单，易于了解：买入原料，制成浓缩液卖给瓶装商，瓶装商再把浓缩液与其他成分混合在一起做成最终制成品卖给零售商。该公司的著名品牌包括可口可乐、雪碧、芬达等。这类业务非常简单的企业，完全在巴菲特的能力范围之内。

我们通过上述简单的例子，了解了能力范围法则的运用之道。下面我们给出一个易于操作的框架。

对基本面的评估可以解决两个问题，首先决定一项投资是否在自己的能力圈范围之内，接着决定这项投资是否值得。

我们需要通过评估自己对一个公司的业务、产品、市场的了解程度来决定这个公司是否在自己的能力范围之内。价值投资者的个人特点会影响其能力范围。

第一个影响能力范围的因素是投资者自身所处的行业；第二个影响能力范围的因素是个人消费习惯；第三个影响能力范围的因素是公司地域的距离。

通常而言，投资者自己肯定会处于某些行业中，即使是专业的投资者也是这样的。价值投资不需要花费很多时间来盯住股价的变动，所以我们就有大量的时间来研究我们周围的行业，这样我们实际上就是扩大了自己的能力范围。比如一个 IT 工程师，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





能只是对于信息技术领域的某个小领域有深入的了解，但是随着工作经验的积累，这类经验可以扩展开来，这样就扩大了其能力范围，也就是他可以进行投资的潜在对象扩大了，这是立足本职工作的能力圈扩大。除了这个方法，还可以根据自己的业余爱好进行扩展，比如你一直非常向往钓鱼，而你的本职工作却是平面设计，这时候你可以通过你的爱好来扩展对于渔具、鱼饵乃至跟钓鱼有关的其他行业的了解。这样你的能力圈又扩大了。价值投资的要点在于，不求多，在于你要能掌握几个拥有**持久经营特征的行业。**

持续竞争优势是否存在是能否持续经营的关键。

第二个影响能力范围的因素是个人消费习惯。巴菲特个人喜欢喝可乐，所以他对于可乐是比较熟悉的，同样他对于报纸行业的熟悉也部分源于其阅读习惯。与巴菲特齐名的投资大师彼得·林奇就非常看重个人消费习惯带来的对产品的熟悉程度。个人消费习惯经常涉及那些业务简单，但是拥有某种市场优势地位的企业的产品。但是，仅仅单凭直观的感受就做出投资决定却是过于鲁莽的，所以我们还需要在消费习惯的基础上多点深入的分析和调研。

第三个影响能力范围的因素是个人所处的位置与特定公司所处位置的距离。通常，我们对于某些公司和行业的熟悉程度跟我们与其的距离远近有密切关系。居住在特定区域的投资者总是对该地区的公司更为熟悉，但是随着交通通信技术的发展，人可以扩大其活动范围，这样能力范围也就随之扩大了，所以在新时代下的投资应该多多利用交通和通信工具带来的便利。

最后还要强调一点的是会计在价值投资中非常重要，能力范围法则也包括投资者对于这一手段的有效掌握。

(3) 促使我们超乎能力范围的心理错觉。

直到现在为止，正统的投资理论都认为人天生具备理性的思考能力，而且可以获得充分的信息以便进行全局和长期最优化的投资决策。其实，这显然误读了人的能力范围，无论是巴菲特还是索罗斯，他们都认为人的投资能力无论是从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





认知能力的角度还是信息处理的角度来看都存在明显的局限性。巴菲特用“能力范围”将自己从查理·芒格那里获取的心理学知识概括起来，而索罗斯则用“预定错误”预先就告诫自己任何判断可能存在的问题，然后在此基础上预先为投资失败留下退路，索罗斯的这些思想源自其父亲和卡尔·波普，前者认为人应该随时预见可能的灾难，而后者认为人的认识能力天生就存在缺陷。

行为金融学和行为经济学试图将人性和人的认知能力限制纳入经济学和金融学的研究范畴，但是主流的经济学和金融学为此发生的改变很少，或者他们认为自己的责任是给出理想状态下的规律，至于投资实践中面临的此类问题应该投资者自己结合主流投资理论的框架和心理学的**框架进行理解和运用**。过去几十年，金融学以及包含其中的投资学都建立在两个假定之上，格雷厄姆的理论基本也是如此，这也是早年巴菲特存在较大失误的原因之一：

人类的行为其实是在不断趋向于理性的，从脑干到边缘系统，再到新皮层，这是人类大脑演化的轨迹。

- 人的判断决策是理性的，会追求全局和长期的最优；
- 人的预期是准确合理的，不会存在偏差；

稍微有点常识的人都知道**人通常追求局部和眼前的最优，同时对于未来的看法都是直线的**，往往根据现在推断未来，要么过于乐观，要么过于悲观。在此前提下定量分析被建立起来，正是由于精确计算的出现，使得投资者更增加了“能力幻觉”，在潜意识里总是认为数字意味着准确和科学，能够带来更好的收益。但是这恰恰是滋生“能力幻觉”的沃土。这些正统的投资学说，从格雷厄姆时代发展到现在，创造出了越来越复杂的估值定价理论，比如资本资产定价模型、套利定价模型、期权定价模型等，利用这些工具对证券甚至所有资产进行价值评估，并分析其中具有的风险收益特征。**复杂的公式和严密的推理让投资者陷入了“完备认识”的幻觉**，无论是成熟后的巴菲特，还是接触卡尔·波普后的索罗斯都不会为这套**东西所动**。格雷厄姆是估值理论的奠基人，从格雷厄姆出发，一些人继续格雷厄姆定量化分析路径，形成了当

数字需要与逻辑和事实相互佐证，否则就会南辕北辙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



代占据投资理论主流的估值投资学，而巴菲特由于接触费雪和查理·芒格没有走到这个极端，他深刻认识到格雷厄姆哲学中蕴含的“能力幻觉”，并借用定性分析和实地调查摆脱了这一陷阱，林奇也是如此。以巴菲特为代表的价值投资实践派和以金融学为代表的定价估值理论派决裂。**现代经济学也面临类似的情况，以马克思主义和奥地利学派为主的生产流程分析经济学与凯恩斯学派和芝加哥学派为主的数据截面分析经济学决裂。无论是巴菲特和林奇，还是马克思学派和奥地利学派都非常注重真实生产的过程，因为两者对于企业和经济周期都能很好地把握，这点已经为近百年的历史所证明，而定价模型金融学和凯恩斯主义以及芝加哥学派都沉迷于截面数据的分析，忽略了生产经营的流程和环节，将经济过程摊平为一些数据，将消费、生产和资本支出作为一个水平面上的东西研究。**巴菲特接受了芒格关于心理学的知识，同时也认识到了企业经营的动态过程，扬弃了格雷厄姆的静态研究法，将投资由水平截面转移到了流程分析。

**主流投资学似乎还是醉心于模型和定量研究，忽视了人的心理和经济活动的动态化和流程化，希望用数学手段把动态化的收益流贴现到静态的水平面上。**不过，行为金融学已经开始改变主流投资学的根基，这个变化还没有体现在运用主流投资理论进行操作的投资活动中，长期资本公司的没落反映了“能力幻觉”带来的恶果，这些是一个诺贝尔经济学奖得主与美联储副主席以及华尔街天才共同打造的团队，其运作基础就是现代金融学理论，在这一理论的美丽光环下，所有人，无论是资产管理者还是资金提供者都陷入了“能力幻觉”，最后的结果就是50亿美元的资金迅速消失，最后剩下几亿美元。巴菲特和芒格，以及林奇对于那些复杂的定价理论和模型根本不“感冒”，他们认定先接触公司的实际流程和经营，然后再在财务上洞悉公司的价值更为可靠，即使确定价值也不需要太多的数学知识和太高深的定价技巧。巴菲特等价值投资大师的惊人业绩一直是主流金融理论的讽刺，从有效市场论到定价理论都没有逃过被批评的困境，因为这些理论几乎不能用于真实的操作，即使使用了更多集中于计算风险收益组合，其运用往往集中于金融衍生品设计等。近年来，金融理论界开始回应实践人士的指责了，2002年的诺贝尔奖颁给了行为经济学家丹尼尔·可尼曼和威农·斯密斯。这表明理论派开始进一步向实践靠拢。金融学家们承认人的认识和决策过程存在不完善的因素，同时也开始认识到投资是一个动态的过程。那些掌握了现代投资理论和工具的人如果不了解自己理性的有限性仍然不会取得投资的成功。人存在很多影响其认识“能力范围”的特性，正是因为这些心理偏差才会使得投资者陷入“能力幻觉”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





中，从而做出有损自己**投资利益的事情**。

了解投资幻觉的存在可以帮助价值投资者更好地生存和赚取利润，积累财富。知道哪些事情处于能力范围之外，哪些事情处于能力范围之内，可以成为一个真正的价值投资者，可以避免对价值的虚妄评估，而这正是网络泡沫在千年之初破灭的原因。

**人的思维系统并没有像计算机一样机械地工作，它通过情绪和感官阀门来过滤信息，删减、绝对化和扭曲是大脑过滤信息最常用的方式。过滤使得人的心理可以保持完整和平衡，同时也能够减轻信息处理负担和决策效率，但是这却带来了心理偏差**。查理·芒格精于心理学，他很早就认识到了心理偏差对投资决策的影响，在与巴菲特接触的过程中，他将这些知识传递给了未来的世界股王。

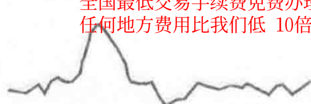
能力幻觉是非理性的来源，而非理性是投资亏损和收益的来源。自己的非理性导致亏损，对手的非理性提供盈利机会。

芒格告诉巴菲特，做正确的决策并非是主观意愿所能决定的，因为人的心理往往会扭曲信息，并且忽视显而易见的事实，从而无法甚至不愿意做出正确的决定。投资者只能根据不充分和不准确的信息做出投资决策，但是定量手段的采用却使得投资者陷入了“能力幻觉”，以为精确的手段可以精确地把握投资对象，从而忽略了投资对象的动态化和复杂性。早年的巴菲特确实如此，娴熟地运用财务定量分析，醉心于资产负债状况成为巴菲特的典型投资特征，在经历几次失败的“烟蒂投资“之后，巴菲特接受了芒格的论调，那就是世界是动态化的，而且是复杂的，必须承认人认识的缺陷。**格雷厄姆通过安全空间来规避风险和获取投资收益，但是巴菲特则将安全空间与人的认识偏差结合了起来。**

有形资产的数字看上去可以避免心理因素的干扰，但同时也误导了投资者对价值本质的认识。价值的本质在于商业运营。

巴菲特在纺织业的投资上也犯了过于自信的错误，轻信了自己的能力范围可以覆盖这一领域，在很长的一段时间内，巴菲特一直认为先前的买入决策是正确的。证券投资是一项非常复杂而艰难的工作，但是投资者却往往表现出过度的自信，所有人都有此特点，只不过成功的投资者能够正视这一缺点，并通过有效手段予以规避。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





证券投资涉及了信息收集、处理和决策等环节，其成败与人是否具有自知之明非常密切。过分自信往往会导致投资者过高地估计信息的准确性和自己的判断的准确性。过分自信的典型症状有坚持错误和一直亏损的头寸，频繁地进行交易，偏好那些短线战术，重视收益而忽略风险。所有这些症状都源于人的一种天性，那就是过于自信，这是人类在进化过程中为了自保和减少压力而学得的一种能力，但是这一天性在金融市场上被放大了，其结果是毁灭性的。

那些过于自负的交易者总是倾向于过多地买卖，幸好巴菲特早年遇到了格雷厄姆，后者坚决反对那些预测市场情绪和短期波动的做法，因为格雷厄姆认为相对于公司的基本面而言，股价的走势变化无常，其运动的速度是人的认识能力和工具无法把握的，所以**格雷厄姆将投资建立在那些不容易变化的特征之上，**而不是那些变化过于迅速的因素上。根据公司这类具有惰性的因素进行投资，比根据股票价格这类具有活性的因素进行投资更能为人类的认知能力所把握。巴菲特后来进一步发挥了格雷厄姆的哲学，他将分析惰性因素作为投资框架的思维延伸到了“市场性专利”领域，巴菲特认为那些具有某种商誉和无形资产的公司，更具有惰性的特征，而这更能为人的认识能力所把握。**资产和财务比起股价而言，变动要慢得多，而商誉和其他一些可以带来利基的因素则比资产和财务变化更慢，而且“市场专利”可以带来更为持久的收益，而这为判断公司未来的成长提供了可靠性。**从这里来看，巴菲特的“能力范围”法则与“市场专利”法则是紧密联系的，通过找到那些具有市场专利的公司，我们可以更好地判断其未来的收益状况，这与那些不具有市场性专利的高科技公司具有显著区别，这些公司的收益状况非常难以预测，其关键就在于这类公司无法抵御竞争者侵蚀利润率的行为，所以其收益状况很难为投资者所把握，也就是说那些具有市场性专利的企业的收益走向更容易为投资者所掌握。

任何确定性和可靠性都是相对的。

芒格将心理学带入了巴菲特投资哲学的疆域，巴菲特在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





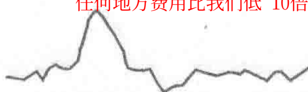
日后的投资实践中，总是处处确保自己处在“能力范围”之内，不对那些不能预测和了解的事情做出承诺与判断。巴菲特认为如果投资者拥有一种力量，则只有当投资者认识到其力量的边界时才能更好地运用这一力量。早年的时候，格雷厄姆曾经教会巴菲特认识到“市场先生”的变化无常，通过利用市场情绪导致的价值低估，价值投资者可以更好地盈利，但是格雷厄姆却有意无意地假设价值投资者是理性的，是独立于市场情绪之外的一种力量，正是这种暗含的前提让巴菲特犯下了一些错误。不过，芒格让巴菲特成为一个彻底的“能力范围”论者，不光是非价值投资者具有“能力范围”，价值投资者也同样具有各自的“能力范围”。意识到了自己的“能力范围”才是真正获得了投资上的自由，否则一个投资者势必为自己的盲目和**自大付出代价。**

从必然王国走向自由王国。

**投资者会本能地采用周遭重复的观点，而且经常会孤立而非整体地看待投资对象，格雷厄姆通过定量的精确分析避免了市场情绪的影响，但是却陷入了局部性思维的误区。**巴菲特从格雷厄姆那里学会了要“远离市场”，甚至为此选择了一个中西部城市开展投资业务，但是巴菲特早年仍旧受到格雷厄姆局部性思维的影响，**格雷厄姆因为遭受了1929年的股灾，变得日益怀疑公司的未来价值，这使得他总是局限于静态价值和现状，发展的思维和全局的思维在格雷厄姆那里遭到了抑制。**巴菲特在纽约工作的时候，经常受到喧闹市场的影响，他常常感到各类的刺激因素袭来，而这些刺激肾上腺不断分泌的因素将会导致投资者的疯狂行为，为此，巴菲特在创立自己的合伙投资企业时选择了一个中西部的僻静之处，他在自己的家乡奥马哈开始了独立的投资事业，这年他25岁。他将办公地点选在离居处不远的简易写字楼里，只有两间房子，除了两个助手和年报之外，几乎找不到其他可以刺激一个投资者情绪的因素。巴菲特远离了市场，这只是战胜市场和心理偏差的第一步，更为重要的因素则是芒格和费雪带来的，从他们身上，巴菲特总结出了“能力范围”法则。

任何人的观点和思想都难免打上时代的烙印，都无法跳出时代的局限性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





我们将在后面的章节相继提到巴菲特的其他几个智慧法则，比如“市场专利”、“远离市场”和“集中投资”，这些都是为了增加确定性和减少不确定性，而不确定性往往来自投资者的心理偏差。前面已经提到，**“市场专利”可以使得一个企业的未来收益状况更加容易确定，而“远离市场”则保证了投资者不为“市场先生”等外部因素所干扰，而“能力范围”则使投资者清楚内在的心理偏差和认知局限，至于“集中投资”则是为了更好地把握投资对象的收益特征，减少因为分散投资带来的精力贫乏。**巴菲特之所以说自己像格雷厄姆，可能是因为他在很大程度上都在通过不断界定各种边际，从而获得更多的确定性。

巴菲特在这几大原则的指导下将股票投资做得风生水起，登峰造极。观念决定成就的最高水平，巴菲特的这几个原则就是他的观念。

巴菲特界定的方法就是利用一个二维的矩阵，重要性和确定性是两个维度，通过这两个维度，投资事务和对象分为四个范畴：重要且确定的、重要且不确定的、不重要且确定的、不重要且不确定的。所谓处在“能力范围”的事务就是那些重要且确定的，当然这里的确定并非完全不变，而是相对而言，比如**商誉比起季节财务状况而言更为确定，价值分析比技术分析研究的对象更为确定。**那些处于“重要且不确定”的事务经常造成人们的“能力幻觉”，比如股价是非常重要的，因为如果能够把握股价的波动，则可以带来远超过任何中长期投资方法的收益水平，这使得很多人认为短期股价的波动处在确定性的范围内，但实际上短期股价却处于不确定的范畴，即使混沌数学也无法很好地处理短期价格波动。预测性的技术分析，比如江恩理论和艾略特波浪理论，使得投资者陷入了“虚幻的能力范围”中。很少看见有投资者可以长期凭借这类预测性技术取得稳定的收益，任何精确预测波动的行为都是因为“能力幻觉”。人类目前的已经实现的能力无法处理混沌和涡流，而金融市场恰好是这两者的集合，这使得预测金融市场短期波动的做法毫无实际意义。

诸如艾略特波浪理论和江恩理论等预测性技术分析存在一个事后证明的特性。很多完美的波浪结构总是在价格运动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





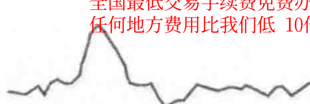
完成后才统计出来，这使得这项技术的预测价值大打折扣，很多人认为应该将艾略特波浪理论和江恩时间周期理论用于提供交易提示，而不是价格预测。对于预测，巴菲特和索罗斯都非常谨慎，也不太相信金融市场是**可以预测的**。澳大利亚的 NLP 执行师马克·泰尔醉心于金融交易，而 NLP 作为一种追求卓越的心理学提供很好的复制成功的工具，笔者早在 1997 年就开始研习 NLP，其中文全名为神经语言程式学，在中国台湾翻译为身心语法学。马克·泰尔早年从事投资咨询工作，但其本人的投资业绩非常之差，后来痛下决心，采用了 NLP 里面的模仿技术将投资大师的信念、习惯、技能和行为进行分解，得出了若干要素，然后自己加以模仿，好比对自己的思维程序进行了重新编程，此后其投资绩效一日千里，不可同日而语。除了研究投资大师的成功信念，他还研究了失败投资者所共有的一些信念和行为。他列举了失败投资者和成功投资者的一些关键信念差异，其中最为重要的一点是失败投资者都认为能够而且努力预测市场走向，而大师们则持相反的意见，索罗斯声称自己在金融投资上的成功与其预测市场的能力并不相称，甚至认为自己的预测能力实在让大师头衔蒙羞。巴菲特也持有同样的观点，他一直对市场下一步的走势不关心，对于任何预测都不感兴趣，也许他唯一感兴趣的预测就是那些价格偏离价值的股票早晚会恢复正常。马克·泰尔最后总结道："成功的投资者都具有的一个共同特点是不依赖于对市场方向的预测，预测对于那些兜售服务的投资咨询机构非常有用，对于真正投资**实践却是有害的。"**

股市长期是称重机，这点表明价值投资者认为股价的长期趋势还是可以预判的。

这里的预测应该是专指中短期预测。

除了相信自己能够预测这种"能力幻觉"之外，还有更多的投资者则认为存在一些拥有天赋异禀的金融市场权威可以预测市场。这类思维只不过是将"能力幻觉"由自己身上扩大到了整个人类群体上。技术分析是预测信念经常寄生的地方，但是基本分析现在也经常招来预测人士。我们这里要澄清的是无论是技术投资的大师，还是基本面投资的大师，都不会采用预测式的思维，他们会给出市场发展的一个可能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





“预测”是幼稚地相信唯一性，违背了概率思维和情景规划的原则。

仅仅是可能而已，然后对概率较高、风险报酬比理想的机会进行操作，在操作之前已经做好了风险防范，也就是做好了止损措施，而预测者通常认为未来是确定的，不需要预留后路和提前**采取防范措施。**索罗斯貌似一个预测短期波动的交易者，但实际情况恰恰相反，他从不相信预测，即使对那些自己分析出来确定无疑的事情，也会保持怀疑态度，他认为任何判断都存在犯错的可能，在此基础上进行金融交易，乃至投资才是正确的。**如果你利用“预测”制定交易计划，并没有错，但是如果你认为“预测”铁定会发生，并因此而采取毫无风险防范的交易方法，那么你就犯错了。**

认为能够预测市场的短期波动，这是“能力幻觉”最为普遍而有害的形式之一。从格雷厄姆，到巴菲特，再到林奇，以及自成一派的索罗斯都认为预测价格短期波动是荒诞不经的。即使格雷厄姆对人的理性认识能力存在过高的评价，但是他对人类预测短期市场波动的能力仍然持有很深的怀疑。

除了过于自负地认为自己能够预测市场，投资者还有一些其他重要的心理幻觉。我们来重点看看“倾向性幻觉”、“赌场钱心理”、“蛇咬心理”、“返本心理”、“赠予心理”以及其他种类的心理偏差行为，这些心理偏差使得投资者错误地估计了自己的能力范围，甚至根本不顾自己的能力范围，任情绪主宰投资行为。芒格对于投资心理学的研究不亚于今天的行为经济学和行为金融学家，甚至比后者更为贴近投资需要。

我们这里结合巴菲特本人的言论以及查理·芒格的思想，用行为金融学的最新发展来详细描述一下上述心理偏差对投资者的影响，并在本节最后给出一个避免“能力幻觉”和投资心理偏差的框架。

“倾向性幻觉”来自人类避免遗憾，追求自豪的倾向。人类在长期的进化过程中出现了一些特定的情绪用于抑制一些无用的既往行为再度出现，并鼓励一些有效的既往行为反复出现，**社会生物学的研究表明了人类所有情绪在进化中的意义。**但是任何事情都有两面性，人类的这些情绪也不例外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





遗憾和自豪鼓励了人类的有效行为，但是在金融交易中容易使得投资者做出非理性的行为。投资者如果发现一项先前的决策被事实证明为错误时，就将产生遗憾情绪，而投资者如果发现事实证明先前的一项决策正确时，就会产生自豪情绪。这两种情绪导致了“倾向性幻觉”的出现。什么是“倾向性幻觉”呢？以买彩票为例，如果你连续坚持买了好几期同一个号码的福利彩票，但是你一直没有中过大奖，突然有一天你决定换成另外一组数字来买彩票，结果该期开出来的大奖恰好是以前你一直买的那个号码，这下你就马上责怪自己没有坚持买这个号码，内心充满了后悔和遗憾。人类为了获得进化的动力，逐渐掌握了利用遗憾情绪来丢掉那些无用的行为，这种情绪也极大地影响了投资者的决策行为。避免遗憾和后悔的心理使得投资者总是过早卖出那些盈利的证券头寸，而追求自豪的情绪使得投资者一直持有那些亏损的头寸，以便维护自己的自尊心和自豪感。如果一个投资者持有一个证券投资组合，其中一些股票处于亏损状态，而另外的一些股票则处于盈利状态，几乎绝大部分投资者都会先卖出那些盈利的头寸，以便锁定盈利，同时留着那些亏损的头寸，寄希望于亏损自动抹平，他们总是认为实际亏损和浮动亏损完全是两回事情，通过延迟平仓行为可以避免**实际亏损的发生。投资者倾向于卖出盈利头寸，保留那些亏损头寸，以便避免遗憾和获得自豪感，这就是倾向性行为，**也就是人们不会中立和理性地对待证券头寸，对于头寸的处理更多是依据心理需求而不是交易法则。“倾向性幻觉”使得人们认为盈利头寸如果不赶快兑现就会被市场蚕食，最后竹篮打水一场空，同时使得人们认识亏损头寸如果立即平仓，就会使得浮动亏损变成真实的亏损，他们的头脑中往往出现一幅图画，认为浮动的亏损在不久后将变成盈亏相抵，**甚至还有盈利。**

行为金融学家观察了很多交易个案，也跟交易者进行了面对面的访谈，同时他们还统计了成交量变化，他们发现上涨的股票有较高的成交量，而下跌的股票具有较低的成交量，

截短利润，让亏损奔腾，结果就是盈亏比显著恶化。

头脑里面的图像影响了我们的理性决策，通过改变这幅图像我们可以做得更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





价值投资和趋势跟踪两种交易策略都要克服“倾向性幻觉”。

新兴市场上的操作则没有这么死板，市场过度兴奋，估值过高的时候，价值投资者也是可以减仓的。

上涨的股票是大多数人盈利的头寸所在，而下跌的股票则是大多数人亏损的头寸所在。同时他们还发现持有期限较短的股票通常是盈利的头寸所在，而持有期限较长的股票则是亏损的头寸所在。同时，这些行为金融学家还发现如果一周前市场出现过大涨，则投资者卖出股票的可能性在增加，无论专业投资者还是业余投资者，无论是机构投资者还是个人投资者都具有这样的倾向。无论根据价值投资的长期持有法则，还是根据技术投资的“让利润奔腾”法则，“倾向性幻觉”**都是错误的**。价值投资认为股价的涨跌并不会威胁到自己的真实利益，因为公司经营仍旧正常，收益水平仍旧令人满意，而且价值投资者通常在市盈率较低的水平介入，而技术分析派则认为股价的运动具有趋势性，上涨的股票继续上涨的可能性要大于下跌的可能性，而下跌股票继续下跌的可能性要大于上涨的可能性。“截短亏损，让利润奔腾”是技术交易者的最高理念，顺势而为是技术投资的最高真理，而“倾向性幻觉”则完全违背了这一思想，这一心理偏差使得投资者“截短利润，让亏损奔腾”。而价值投资者则认为受到“倾向性幻觉”影响的投资者是那些被“市场先生”弄迷糊的投机分子，这些人卖出盈利头寸的做法往往违背了价值投资“长期持有”和“复利原理”的法则，而这些深受“倾向性幻觉”影响的投机分子还违背了价值投资者的基础信条：买进公司，而非股票，根据公司变化卖出股票。巴菲特这类价值投资者，甚至在知道股价出现短期泡沫的时候，也不会抛出那些决定长期持有的股票，因为他们认为过于频繁的交易会使得投资者沉浸在**“倾向性幻觉”的影响下。**

无论是采用技术分析还是基本面分析的交易者都会受到“倾向性幻觉”的影响，可以说这是人的第一本能，而学习正确交易方法和思维习惯则是在培养人的第二本能。通过更长时间地持有那些盈利的资产，缩短持有亏损资产的时间，投资者可以抵御有害的第一本能。“倾向性幻觉”使得投资者的行为违背了利润最大化的投资策略。错误的心态，决定了错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





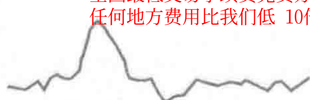
误的行为，而错误的行为决定了糟糕的结果，投资很多时候都是心与市场在交流，就像混沌交易大师比尔·威廉姆说的那样，我们是在交易着自己的信念。

技术派投资要求及时止损，也就是停掉那些亏损的头寸，而价值投资则认为应该持有那些公司基本面正常的股票，同时卖出那些基本面出现问题的股票，但是人天性中的“倾向性幻觉”则使得人不愿意平掉亏损的仓位。当头寸出现浮动亏损时，投资者经常寄希望于价格能够回来，平掉亏损的头寸让投资陷入到遗憾的境地，投资者会认为是自己先前的错误造成的。**很多投资者从小出生在一个鼓励少犯错的环境中，他们总是认为错误会代表一个人的能力等方面存在问题。**而且很多推销交易系统和提供交易咨询的个人和机构总是宣传他们的不败战绩和令人羡慕的胜率，使得**投资大众认为交易高手都是那些极少亏损的人，极少犯错误的人，所以很多交易者不愿意承认错误，退出那些被证明为错误的交易，平掉亏损的投资，这些行为都是由于内心的自尊在作怪。**如果他们能够明白，交易是一项概率游戏，交易的成败不取决于胜率，而是取决于报酬率，特别是风险报酬比，这样他们就会去掉那些虚假的自尊，将遵守交易规则作为自己的自尊，那些随意更改交易规则，违背市场趋势和公司收益趋势的做法才是打击自尊的做法，因为这是一个人前后不一致的表现。**如果交易者能够认识到错误是人类对金融市场和公司经营的不完全认知引起的，而这种不完全认识是人类先天的特征，那么就不会那么固执于亏损的头寸了。**

认识到错误不能完全避免，才能甘心及时认错。

我们已经知道了股票投资者倾向于卖出那些盈利的头寸，固守那些亏损的头寸，这使得投资者的操作与利润最大化原则恰好相反。但是也应该明白盈亏的变化是促进人类不断进化的原因，那么盈亏的变化是以什么作为参考点的呢？也就是说投资者是以什么作为盈亏的判断的呢？这与人类的天性也有关系，**如果选择恰当的参考点，则投资者可以更为理性地处理头寸，**从而符合利润最大化原则。通常而言，交易者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





都是选择进场位置作为盈亏参考点。当现价高于进场价格时，投资者的头寸处于盈利状态，此时自豪占了主导，为了保住自豪，同时避免后悔，投资者倾向于立即结束头寸；现价低于进场价格时，投资者的头寸处于亏损状态，此时投资者处于痛苦状态，但是如果立即兑现亏损则投资者的自尊遭到打击，如果投资者固守亏损头寸，则这时自尊得以暂时保全。另外，投资者经常担心结束亏损头寸后价格反弹，为了避免后悔投资者也会固守亏损投资。如果投资者能够重新选择参考点，那么他会更为理智地处理现在的问题，更为清晰地判断形势，从而做出最有利于利润最大化的决策。有一种方法叫作归零法，也就是投资者不要去关注浮动亏损和盈利的情况，将现价作为参考点，以现价作为盈亏的参考点，当投资者以现价作为参考点时，他就摆脱了之前决策的影响。通常而言，**投资者可以想象另外一个还未入场的投资者，没有建立头寸交易者的参考点就是现价，然后以这位交易者的角度审视形势，**如果这位想象中的交易者决定买进，则投资者可以继续持有头寸，如果这位想象中的交易者决定不买入这只股票，则投资者应该立即卖出，了解头寸。这类决策的要点在于不要关心先前的盈亏，那些都是过去的决策，现在的决策应该独立于先前的决策，将每次买卖当作新的买卖，这样才能进行**理智的决策。**具体而言，一个价值投资者在决定如何处理已有头寸时，应该根据价值投资的原则进行判断，如果公司已经不符合投资的原则了，则应该立即卖出股票，而不应该管头寸目前是盈利还是亏损的，如果公司仍旧符合投资的原则，则应该继续持有这只股票，而不管该头寸目前是亏损还是盈利的。技术派投资也是相同的道理，当价格过了临界线表明趋势发生转变时，不管头寸目前是否盈利都应该立即结束头寸，当价格没有过临界线，趋势继续持续时，就应该坚定地持有头寸。如果能够做到这样，则一个投资者可以很好地击败“倾向性幻觉”的影响。我们认识很多杰出的交易者，也认识很多不那么杰出的交易者，更认识很多整体

也可以站在对手盘的角度来思考问题，这样就可以避免自己的片面分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





上一直亏钱的交易者，其最为关键的区别在于**越是优秀的交易者，其决策之间越是相互独立的，不会影响此前的决策，也不会影响此后的决策，决策在过程中坚守同样的原则，但是进场决策不会影响出场决策，买入决策不会影响卖出决策，卖出决策不会影响买进决策，决策之间是平等而独立的，一个决策不能凌驾于另外一个决策之上，决策只受到同样交易原则的节制。**

活在当下，是我十年前在接受心智培训时听到最多的一句话，作为一个交易者只能**活在当下**，以当下的价格作为参考点，以同一的交易哲学和投资原则作为准绳。这好比修道，宇宙大道是始终不变的，但是每天我们都需要活在现在，遵循不变的宇宙大道，不能让前天的情绪和决策影响了今天的情绪和决策，大家都知晓的戴尔·卡耐基和拿破仑·希尔，以及安东尼·罗宾和斯蒂芬·科维都提倡一种活在当下的哲学。作为一个交易者更是如此，每时每刻都将当下的交易作为一项新的交易，以当下的价格作为参考点，根据始终如一的交易法则进行权衡，此前的盈亏不能影响当下的决策。这就好比武侠小说里面的刀剑合一，瞻前顾后总是影响自己的发挥。交易员，无论是价值投资者，还是技术投资者都需要专心于当下的交易，不要活在过去，也不要活在未来。**活在过去的交易者，始终在为先前的交易做决策，抱着扳回本金的希望，活在未来的交易者，始终在为未来的交易做决策，做着不切实际的美梦。**巴菲特在纺织业上犯了前一个错误，而千禧年支出的 IT 股投资则犯了后面一个错误。但是，大师就是大师，最后能够亡羊补牢，而部分 IT 股投资者们恐怕永远没有机会**来改正错误了。**

什么是活在当下，一个具体可操作的做法就是将注意力放在此刻的身体感受上。

大师和普通人的最大区别在于前者更善于利用反馈取得进步。

“赌场钱心理”是另外一种影响交易者决策的心理偏差，在价值投资者身上没有技术交易者身上那么容易出现，但是所有类型的交易者都有这类心理偏差存在，只是如何认识和处理而已。在交易者获得了一大笔利润之后，他以后的决策将变得喜欢风险，而追求更高的回报，这就好比一个赌徒，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在赢了一大笔钱之后总是会认为这是意外之财，所以会很快输掉或者大手花掉。交易者在大大赚了一笔之后，总是认为自己处在盈利状态，所以对风险认识不足，同时对自己的能力估计过高，这时候也乐于追求那些风险很高的机会。此时先前的交易影响了当下的交易决策，交易者再次活在了过去的交易中，那些不能凝神于当下的交易者很快就失去了“武功”。要对付这类心理偏差，还是那个方法：“活在当下。”

而“蛇咬心理”大家可能并不陌生，因为“一朝被蛇咬，十年怕井绳”这个谚语大家都知道。在连续亏损后或者大亏后，交易者往往会失去理性决策的能力，变得犹豫，失去几次机会后，下定决心进场，往往又会吃一次亏，长此以往，交易者的自信心完全崩溃。对于这种心理偏差，有三种预防和处理办法：第一，要通过找到更大的安全空间进场来避免重大亏损的出现，对于技术分析而言就是一个好的进场位置加上一个恰当偏严格的止损；第二，要认识到交易并非看胜算率高不高，而是看谁亏的时候亏得少，赚得时候赚得多；第三，建立条款清晰，最好定量化的投资标准，每次都按照投资标准决策，“活在当下”不受前次决策和其盈亏结果的影响；第四，最好学学巴菲特和邓普顿以及肯尼斯·费雪，“远离市场”才能战胜市场。

自动化交易的最大优势之一在于排除了人类情绪的影响和干扰。

人为了维护虚伪的自尊通常会等待亏损的头寸自动持平，甚至盈利。套牢不是市场把你套牢，而是你自己把自己给套牢了。所以，“解套”本来就是一个笑话，这个套是你自己给自己套上的，你却去外面找套来解。**解套是个操作手法和投资原则的问题，是个内部问题，而不是股市和股票的问题。信念决定了价值观，价值观决定了态度，态度决定了行为，行为决定了结果。**你认为浮动亏损的头寸会自动抹平，这个信念使得你认为等待是正确而明智的选择，使得你坐等市场来解决问题，这就是一个消极的态度，消极的态度使得你乐于不采取行动结束错误的头寸，让亏损继续扩大，这就是结果。查理·芒格早就知道了心理学对投资者的决定性影响，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



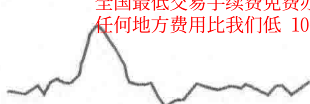


巴菲特在格雷厄姆那里顶多知道了“市场先生”的危害，所以采取了“远离市场”的策略和定量化分析的精算投资法。“返本心理”是所有投资者都具备的，无论像巴菲特这样的巨擘还是刚入金融市场的菜鸟。覆水难收，没有几个人能够对过去发生的事情坦然忘怀，旧情复燃，破镜重圆，这些都反映了人性中的“返本心理”，就是把遗憾抹去。我们看见很多从事投资人在亏损后只说了一句话：“只要不亏本，我就出了。”其实，这些人并没有那么坚决，当价格开始反弹的时候，他们就会认为是不是趋势又向上了，所以他们通常不会出，当价格再次下跌的时候，他们会后悔上次反弹没有卖出，同时再说一句类似的话，结果只能是越套越深。如果要想这些人能够真正解套，那只有等市场发动往上的趋势才行，而被套者的价位一般在前次上涨的高位，所以要解套一般都得七八年，甚至永远无法解套。即使真能出来，其货币的时间价值已经消耗不少，而且更为重要的是丧失了获取其他投资收益的机会，这就是机会成本问题了。

人性还存在“赠予心理”这类偏差，所谓“赠予心理”就是人们对于同样的一件商品，在卖出时比买入时要求更高的价格。从行为金融学的实验中发现了这一现象背后的心理实质：人类会因为失去某样已经拥有的东西而痛苦。那些因为没有兑现浮动盈利而失去利润的投资者经常会处在后悔中，因为他们觉得失去了某样东西。这通常会使得投资者在此后的交易中出现过早兑现盈利的情况，“倾向性幻觉”交织出现。

查理·芒格早在行为金融学出现之前就已经明确提出了很多类似的观点，并且让巴菲特成为了最大的受益者，巴菲特不相信预测，同时远离市场，并且建立了“能力范围”法则，这些都应该归功于格雷厄姆对于市场情绪的刻画和芒格对于个人心理偏差的理解。要战胜心理偏差，首先要认识到偏差的存在和具体形式，不用多说，凡是一个人都有过受到偏差消极影响的经历，而心理偏差或者说虚幻的能力范围笔者也在上文提到了。接着，需要明确投资风格和投资的原则，要将投资原则细化，像格雷厄姆就将自己的选股原则定量化了，而林奇也是如此，最后就是按照这一细化的选股原则单独对待每次决策，记住**交易的决策分为四种类型，“加减进出”，也就是进场、加仓、减仓和出场**。无论上次决策是进场还是出场，也无论浮动盈亏或者兑现盈亏如何，交易者都必须根据喜欢的投资原则来对待当下的决策。**“活在当下”是任何交易决策的最高法则，根据笔者对交易的体悟认为价值投资的最高秘诀在于“安全空间”，也就是价值和价格之间的差值；而技术交易的最高秘诀在于“顺势而为”，也就是价格和价格之间的才差值；交易的心法则是“活在当下”，无论价值投资者，还是技术投资者都需要**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





如水一般的状态就是活在当下的最好代表。

**恪守此原则才能做好交易。**格雷厄姆、巴菲特和林奇，以及索罗斯都是利用价格和价值之间的偏差决定是否进场和出场，每次决策都是使用该原则的一次新决策。“活在当下”除了利用上述三个步骤获得之外，还可以利用外部环境来促进，这就是营造一个可以摆脱前后决策影响的环境，同时这个环境也能避免决策个体之间的影响，也就是决策在时间和空间维度上的相互影响都是价值投资者的大忌，其他类型的交易者也概莫能外。巴菲特和邓普顿，还有肯尼斯·费雪都是采用僻静居住来避免这类情况的发生，但是这对于前后决策的影响效果不大，要抵消这类影响可以用假想另外一个投资者正在做决策，或者想象自己飘浮在空中看见坐在下面的自己正在做决策，而空中的自己可以坦然地做出决策，这是一种与自我分离的心理技术，可以帮助自己更加客观地做出投资决策。

(4) 会计在能力范围中的运用。

提到能力范围，不能不说到会计，因为价值投资的一个重要手段就是利用财务分析。在格雷厄姆那里，财务分析是价值投资唯一的分析手段，只是后来费雪的出现才改变了单一的分析手段，将管理层和无形资产分析以及实际调查纳入价值投资的手段范畴。

会计在价值投资中扮演着至关重要的角色，能力范围的大小与此有着密切的关系，通过一些必要的训练可以提高财务分析能力，从而扩大能力范围。**会计是资本最优化分配的关键，通过会计可以了解企业资金在各个部门和项目的收益情况，从而引导后续资金更加高效的配置。**会计容易为管理层所操纵，但是总会留下蛛丝马迹，而对会计手法的准确理解和对财务分析的准确运用都要依赖于投资者对于企业所处行业特点的清晰掌握。价值投资需要将自己的投资对象局限于那些熟悉的产业中，只有这样才能很好地理解会计报表所蕴含的信息。**如果仅仅理解会计账目，而对业务和产业特点无所了解，则必然很难成为一个良好的价值投资者，因为会计能力的真正获得与投资者对行业的掌握密切相关。**所以，

只懂财务，不懂业务，其实也无法真正懂得财务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





财务报表的分析能力是建立在对产业和公司业务的了解之上的，只有这样才能通过提高会计能力进而扩大自己的能力范围。

很多公司都将会计手法作为影响股东的工具，而不是用于收集信息。前者将会计作为糊弄投资者的工具，后者将会计作为商业决策的工具。作为一个价值投资者既需要辨明财务报表是否存在第一种意图，又需要基于会计的第二种功能做出投资决策。千禧年的安然和世通丑闻就是管理者运用会计作为糊弄投资者工具的典型例子。通过会计手段，我们可以增加对公司的理解，对于投资对象的定量化研究基本来自对财务报表的分析。对于何时账款入账，坏账准备应该计提多少，是否应该将一个项目算作资本支出，这些存在弹性空间的财务项目都是管理层可以操纵会计利润的地方。价值投资者的任务就是能够找出欺骗，做出自己的判断。会计帮助价值投资者巩固和扩大了能力范围，因为看穿欺骗和了解公司的状况都需要会计的帮助。

**正如病毒具有某些共有的特征一样，财务作假也有某些共有特征。投资者只需要掌握少数几个关键的会计知识就能保证足够的“能力范围”。**价值投资者不用成为财会专家，他们只需要掌握一些常用的会计欺诈手法就可以应付分析需要了。

价值投资者需要明白会计上常用的三张表，资产负债表、损益表和现金流量表。这些找一本简单的会计书籍就明白，最为重要的是掌握一些关键的地方和会计项目。各国会计准则并不完全一样，不过至少应该对公认会计准则的主要利弊有所了解，这样就能提醒投资者注意每个会计项目反映信息的两面性。公认会计准则与人们的思维习惯存在出入，所以需要大家自己下去找本简单的会计书大致看看，对于每个会计账目有个直观的理解。

下面我们谈谈财务分析中，那些能够很快提升价值投资者分析能力的小诀窍。

同行业的财务对比也可以发现一些财务作假行为。

- **应收账款大量累计表明公司的未来坏账准备很可能将**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**上升，是一个消极的信号。**

● 过多的长期负债会影响一个企业的财务稳健度，利息的支出将成为悬挂在该企业头上的利剑。在企业经营艰难时，负债过度的企业将面临破产危险。巴菲特对于那些需要大量资本支出而负债过多的企业表现出很高的警惕性。

● **现金流量表是一个企业是否正常运作的最有效衡量指标，特别是自由现金流，利润可以造假，销售可以通过信贷和赊账提高，但是现金流很难人为操纵。**

● 公司报告中经常出现的一次性费用要特别注意，最好查看注释。

● 利润的增长是否和销售额同步上升，销售额的上升是否伴随着现金流的同步上升，应收账款的增长是否超过销售额的增长，应收账款的增长是否超过了坏账准备的增长。

## 第四节　巴菲特的智慧法则三：市场专利

生意分为两种：过度竞争的生意和拥有市场性专利的生意，巴菲特就擅长寻找那些具有市场性专利的公司，择机买入，然后长期持有。

——林森池

在通货膨胀时期，市场专利或者说经济商誉是不断施惠的礼物。

——沃伦·巴菲特

识别企业的竞争优势是投资准备工作的最关键之处。

——帕特·多尔希

(1) 市场性专利的类型和测试。

市场性专利就是企业具备可以建立持续竞争优势的因素，比如区域内垄断，或者具有某些独有的技术或者商誉，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





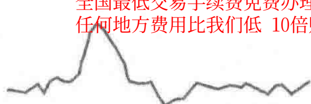
东西在很长时间内都不太可能被竞争者获得，甚至根本不可能出现竞争者。拥有市场性专利的企业都拥有一个利基市场，也就是在此市场上，该企业具有某种统治力和排他性。市场性专利一词是由香港投资大师林森池先生根据 Franchise 意译过来的，有人翻译为特许经营权，但是这与其真正意义不那么贴切，甚至容易让人产生误解。其实，市场性专利就是一种经济商誉，也就是那些股权回报率长期超过平均水平的公司所具有的一种因素，巴菲特本人也对这一东西定义不那么准确，但是根据其年报和传记作家的解释，林森池先生用“市场性专利”一词来概括应该更加准确和容易掌握。

市场性专利分为两类，此前没有人这样细分，但是我们觉得要用好“市场专利”法则选股就必须细化其类型。一家公司拥有法定之外的长期“垄断性”，一是**拥有某些配方**，比如可口可乐和中国的著名白酒，比如五粮液；或者**是拥有某些地域垄断性**，比如地方性报纸和旅游景点。我们在本章第三节和第四节讲述的巴菲特的两个精彩投资就分别代表了上述两种类型的市场专利。

大致了解了市场性专利的类型后，我们这里利用晨星公司的方法来测试一家公司是否具备市场性专利。通常而言，市场性专利的测试需要通过三个步骤，在第四章里面，我们会大致重复一下这些步骤，但是在第四章主要是为了对收益的成长性进行分析。毕竟**市场性专利是稳定成长性公司长期保持高于平均水平利润的保障，同时也是高速成长公司维持高成长性避免引入竞争者的防御体系**。总之，市场性专利使得公司避免了惨烈的竞争，从而保证了较高的利润率和较高的成长速度。巴菲特主要利用了前者，而彼得·林奇则主要利用了后者，所以一般人认为巴菲特是狭义价值投资的代表，因为他主要投资于那些稳定成长的高利润率公司，比如可口可乐公司和吉列公司；而林奇则是成长性投资的代表，因为他热衷于投资于那些高速成长的高利润公司，比如一些刚起步的旅馆和服饰店等。

从财务数据入手看是否可能有市场性专利存在，再查看来源，进而推测其持续性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





市场性专利是否在一家公司存在，也就是说一家公司是否具有市场性专利，通常需要经过如下三个步骤**测试才能确定**：

第一，**市场性专利存在的证据**，主要从财务数据来分析。

第二，**市场性专利的来源**，主要根据业务特点和市场性专利的既有两种类型来判断。

第三，**市场性专利的持续性**，不同的市场性专利具有不同的有效期限，通常而言，价值投资应该选择那些具有二三十年以上市场性专利的企业，如果一个企业的竞争优势持续期限不能达到10年以上，那么这通常不能称为市场性专利，顶多看作一个暂时的竞争优势而已。

下面，我们依次来看看这三个步骤的具体内容。

从业务和财务两个方面去寻找市场性专利存在的证据。

第一步，寻找市场性专利存在的证据。通常而言，一个拥有市场性专利的企业一定在收益上存在明显的优势，这可以从财务数据中得到，如果一家企业在好几年的时间内都没有出色的回报率水平，那么这样的企业拥有市场性专利的可能性几乎为零。**很多时候，投资者会随意地认定某家企业具有某种持续的竞争优势，但是这家公司的财务状况一直没有卓越的表现，投资者直观的认识和财务的定量出现了矛盾，这样的情况一般是投资者判断出现了错误。**对于市场性专利是否在某家企业存在，需要从**两方面进行**考察，一是产业和企业运营的层面，可以根据直观感受和理论推理来判断一家公司是否拥有市场性专利，二是从企业的财务报表上判断一家公司是否具有市场性专利。第一种途径是直接去找，而第二种途径则是根据一些表征来推断。两者要结合起来才能准确推断一家公司是否具有市场性专利。比如一家零售公司，其在某地区具有垄断性，但是其各类回报率并不看好，这时候虽然从直观上看这家公司具有市场性专利，但是财务分析却并不支持这类看法，这时候很可能是这家公司并不具有某种可以保障长期超额利润的因素，也就是根本不具有市场性专利。另外，如果一家公司在最近几年财务回报率不佳，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





是却具有某种受人欢迎的饮料配方专利，通过深入研究发现该公司之所以最近几年回报率不佳主要是介入其他行业所导致的，目前该公司已经在回归主业了，那么这家公司应该是具有市场性专利的。直接判定法只需要根据市场性专利的定义操作即可，我们这里主要**讲解财务分析法。**

具有竞争优势的企业长期来看一定能够维持超过平均水平的回报率，所以我们主要从收益的角度来寻找那些可能具有市场性专利的企业。通常而言，通过单个指标来达到这一目的存在相当大的困难，甚至可以说是不可能的，所以，我们就结合四个指标来查看一家公司的收益水平是否长期超平均水平，这个平均水平是类似企业或者整个行业的，比较范围可以根据需要缩放。

首先我们应该查看自由现金流这一财务指标，巴菲特最喜欢那些可以产生大量现金流的公司，他认为**公司能产生大量现金流代表公司的机体是健康的，**也代表利润是真实的。自由现金流等于经营性现金流扣除资本支出，这个指标表明企业再投资后还剩余的资金。自由现金流表明了公司在正常运营之外还剩余的资金。另外，还可以用自由现金流除以销售收入，如果这个比率超过5%则是一个非常好的兆头。**强大的自由现金流是一个企业强盛的标志。**

第二个指标是股东权益回报率。净利润除以所有者权益就得到了股东权益回报率，一般英文简写为ROE，在股票投资分析中经常可以在表格栏中看到这**一缩写。**股东权益报酬率可以利用财务杠杆加以提高，也就是企业可以通过举债来提高其股权收益率，而资产收益率很可能维持不变。虽然股东权益回报率存在这些弊端，但是如果一家企业股权回报率能够5年以上维持在超过15%的水平，则这家公司很可能具有市场性专利。

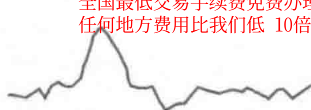
我们可以将上述两个指标综合起来在一个框架内考察一家公司是否可能具有市场性专利，这就是利用晨星公司发明的**“股权回报率—自由现金流”矩阵**。那些同时具有持续较

具有竞争优势的企业长期来看一定能够维持超过平均水平的回报率，所以我们主要从收益的角度来寻找那些可能具有市场性专利的企业。

用自由现金流除以销售收入，如果这个比率超过5%则是一个非常好的兆头。

如果一家企业股权回报率能够5年以上维持在超过15%的水平，则这家公司很可能具有市场性专利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





高股权回报率和自由现金流的公司很可能具有某种市场性专利。

第三个指标是净利润，净利润和现金流分别从两个不同的角度去衡量公司的经营状况，净利润好比一个人产生的能量的多少，而现金流则代表一个人**的呼吸水平。**一个呼吸正常，而且体温正常的人应该说基本是健康的。净利润是销售额，或者说销售收入的某个百分比，这个财务指标告诉了投资者该公司在每一美元的销售额上产生了多少钱的利润。自由现金流需要查看现金流量表，而净利润水平则需要查看损益表，通常而言，一家公司的正常净利润率应该在15%以上。在考察一家公司是否具有市场性专利的时候，自由现金流和股权回报率以及利润率分别代表了一个不同的角度，这对投资者而言，好比通过不同的手段验证同一特征。

一家有市场性专利的公司的正常净利润率应该在15%以上。

寻找市场性专利的第四个指标是**资产回报率，**这是用净利润除以公司拥有的整个资产，在这个指标中公司的实际盈利水平是以所有资产作为基础来考量的，这就避免了因为采用过多负债，或者说过高财务杠杆制造出过高股权回报率引起的过高评价。资产回报率反映了一家企业将资产增值的能力，通常而言7%以上的资产回报率可以看作企业经营良好的象征。

资产回报率反映了一家企业将资产增值的能力，通常而言7%以上的资产回报率可以看作企业经营良好的象征。

中医讲求“望、闻、问、切”，我们在上面给出了四个财务指标用于甄别那些具有市场性专利的优质公司。利用这些财务指标进行考察的时候一定要坚持所有价值投资大师的考察原则，那就是至少采用5年以上的时间框架来考察年度数据。**无论是格雷厄姆，还是巴菲特，或者彼得·林奇，所有这些人都是以5年以上作为考察期限的，如果仅仅是考察一两年的数据就断定一家公司具有市场性专利那是非常可笑的，毕竟市场性专利是建立在长期性的基础上的，一个仅仅一两年超过平均收益水平的公司是不具备市场性专利所要求的最主要特征的，那就是持续的竞争优势。**

除了考察期限要在5年以上，还要注意企业在考察期内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的表现是否稳定，也就是说那些起伏太大的公司很让人怀疑。**除了与同行业和同板块进行比较，更为重要的是与自己的历史比较。**在价值分析中，一个很重要的手段是纵向比较，但是这却经常为人所忽视，另外横向比较的范围应该适当，不要过大，或者将一个公司与另外一个不相关的行业进行比较。通过自由现金流、股权回报率、净利润水平和资产回报率，你可以大致看出一个公司是否具有市场性专利，费雪父子非常重视销售额，所以你也可以加入这一指标或者相关的指标进行判断，要知道无论是菲利普·费雪还是肯尼斯·费雪都具有寻找成长股的爱好，菲利普·费雪著有的《寻找成长股》一书以销售额和利润，以及企业经营为主要考察对象，而其子肯尼斯·费雪则著有《超级强势股》一书，以市销率和研发比率作为主要的考察对象，而林奇则非常注重直观和定量方面的销售状况，三个人都比巴菲特更偏向成长性，那么我们也应该在晨星公司的基础上加入销售额相关的指标。

没有比较就无法发现真相。

第二步，寻找市场性专利的来源，主要根据业务特点和市场性专利的两种既有类型来判断。**市场性专利的来源主要有两大类，一是由于地域垄断带来的，二是由于具有某种配方专利。**我们已经找到了那些持续领先于其他企业利润水平的公司，现在我们需要进一步求证，看看这样的企业是否真正具有可以持久的竞争优势，通常而言，这需要我们进行定性化的分析。巴菲特从费雪和其他几个研究市场性专利的投资大师那里学到了相应的分析技巧。**林奇认为那些热门的行业通常很难诞生持续竞争优势的企业，因为这类行业由于吸引了过多的实业投资者，所以其竞争会越来越激烈，而热门行业通常缺乏持续的竞争壁垒，所以那些曾经辉煌的领袖企业免不了遭受没落的命运。**相比之下，很多持续高成长的企业都扎根于那些并非热门的行业，比如零售业等。著名的股市历史学家西格尔统计了美国60多年来的企业盈利状况，他发现只有卫生保健业、日常消费品行业和能源行业一直给股东带来了超越市场平均水平的回报，这些行业一般不是高科

市场性专利的来源主要两大类，一是由于地域垄断带来的，二是由于具有某种配方专利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



西格尔统计的这60年恰好是美国第三产业繁荣发展的时期。

技寄生的地方，自然很少成为**热门行业。**

在寻找市场性专利的来源的时候最为重要的是询问**为什么这家企业可以保持长期高于平均水平的收益状况，**通过提问模式，我们往往可以找到关键所在。迈克尔·波特认为竞争优势来自低成本和差异化，其实事情远远没有那么简单，低成本的优势很多时候是不可持续的，这样的企业很难具备所谓的市场性专利，因为降低成本的行为通常会被同行业的人士所追随，最后企业会在某个成本水平下放慢**速度。**同样，市场性专利也不可能依赖于科技水平，因为技术很容易就成为了明日黄花，通常而言，价值投资者大师是不碰那些高科技企业的，格雷厄姆如此，巴菲特更是如此，连彼得·林奇和索罗斯也对高科技企业不感兴趣，要知道后面两位大师的投资范围和投资数目都远远超过**格雷厄姆和巴菲特。**

神舟电脑以"价格屠夫"称霸一时，但是最终却走向没落。

不过，在2010年左右，巴菲特开始介入一些科技型企业，据说是他的助手操刀的。

通常而言，那些拥有市场性专利的企业都具有某种产品差异，特别是那些具有配方型市场专利的企业，比如可口可乐，吉列剃须刀等。通常而言，恰当的定位是这类优势的基础，但是仅仅凭借与众不同的产品和服务并不能保证企业拥有持久的竞争优势。如果一个特征不能保证一家企业拥有持久的生命力，则这家企业就不是一个拥有市场性专利的企业。如果一种产品差异很容易为对手所模仿，那么这样的优势是很脆弱的，大多昙花一现。很多信息技术主导下的产品可以带来更好的性能，也可以制造出其他设备没有的特色，比如MP3和MP4的发明，比如可以摄像的手机，但是这些特色很快就在整个行业扩散开来。所以，具有显著的特色，实行差异化战略并不能保证企业拥有持久的竞争优势，**既然竞争优势不能持久，那么这就不应该算作具有市场性专利。**

**迈克尔·波特只注意到了那些具有竞争优势的企业所实现的战略，但是他却忽视了竞争优势的持久性，如果一项竞争优势是短暂的，那么对于企业的长期生存和发展没有太大意义，**技术类的企业不能给企业股东带来持久的良好回报，虽然它们一直在不断进行创新，提高产品性能和增加新的功能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





但是仍旧面临竞争对手的你追我赶，其竞争优势表现出极其脆弱的一面。想想 IBM 的回报率和可口可乐的回报率，IBM 曾经是热门企业的领头羊，但是现在却不断面临利润下降和创新瓶颈的问题，即使像苹果这样起死回生的企业，也一定会面临新的激烈竞争。苹果创始人乔布斯重回苹果公司后，利用 iPod 和 iPhone 重新打开了市场，这两项产品极具差异化，但是不可否认的是在一两年内很快就会有竞争者跟上来。

迈克尔·波特只注意到了那些具有竞争优势的企业所实现的战略，但是他却忽视了竞争优势的持久性。

所以产品差异化本身并不能保证持续的竞争优势，也就无从谈起市场性专利的存在。

除了那些实物形态的差异化，还有一种品牌差异化，这更是与定位理论相关，大量的日常消费类企业利用了此项战略，那些服饰品牌，比如耐克、阿迪达斯和 LV 这些品牌就利用了品牌差异化战略，当然也可以认为可口可乐和百事可乐运用了这一战略，不过后面两者却具有外人无法复制的配方专利，这就好比中国的东阿阿胶和云南白药，以及五粮液和茅台这些品牌一样。西格尔统计出那些日常消费品企业通常拥有超乎平均利润的收益状况看来还是有一定原因的，这类企业的定位优势通常不是依靠低成本优势，也不是依靠实物形态的显著差异，而是依靠巴菲特称为“经济商誉”的东西。很多服装品牌、饮料品牌以及其他并非依靠技术和低成本优势的品牌都具有很高的商誉。我们以蒂凡尼公司和索尼公司为例进行说明，前者是经营珠宝的公司，而索尼则是以电器生产为主的公司。两个公司似乎都有良好的定位和品牌，但是蒂凡尼公司的品牌并非基于技术和成本，这使得它具有较好的持续竞争优势，而索尼公司则几乎依赖于技术和成本优势，这使得它与松下以及其他同类公司的竞争非常激烈。判断那些具有品牌的公司是否具有持久的竞争性优势，应该看品牌本身是否能够让消费者支付一个溢价，也就是品牌产品卖出了远远高于同类产品的价格。

作为一个价值投资者，如果你对投资期限长度没有太高的要求，那么参与那些具有几年强劲竞争优势的投资未尝不可，比如小米手机等。市场性专利需要多长的竞争优势持续时间，这个没有严格的界限。

还有一类优势就是低成本，这也是迈克尔波特提出的竞争优势，这类优势通常更难持久，不过如果这类优势是建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在组织形式或者盈利模式之上的，则可以维持较长的一段时间。比如美国西南航空公司的点对点飞行模式，使得该公司的利润水平大大超过了其他航空公司，这种优势持续的时间也很难预料，所以通常很难称作商誉，毕竟航空业还是涉及技术和大量资本支出的行业，技术和大量资本支出都是巴菲特最为讨厌的特征。低成本的企业通常没有配方型专利，像西南航空公司这类企业可能具有某些地域性垄断专利，但是由于其优势建立在技术和大量资本支出之上，所以很难想象其未来的竞争能力。像联邦快递之类的大物流公司，似乎也具有某些地域性优势，但是这些都是建立在技术和大量资本支出之上，所以也很难令人信服地将它们归纳为市场性专利类公司。

规模经济效益，也就是规模越大带来越低的成本水平，这可能造就一个显著的竞争优势，但是当规模达到一定水平时，规模效益就停滞了，甚至开始下降了。像沃尔玛这类企业，当它的扩展达到边界时，其收益将稳定在某一水平。这时候它成为一个在位厂商，**新的破坏性创新厂商可能会通过另外的组织形式颠覆沃尔玛的地位，这就像沃尔玛以前通过小镇战略颠覆了西尔斯等巨头一样。**这类竞争优势通常都是不稳定和短暂的，很难达到巴菲特所要求的年限，通常需要能在15年，甚至30年以上的预见范围内保持竞争优势才能**满足巴菲特的要求。**

当然，具有较强的持续竞争优势的公司是巴菲特的首选，除此之外他也会参与其他期限较短的投资。

还有一类厂商是通过某种形式的转换成本来锁定消费者，举个简单的例子，一家宽带介入服务商在新修的楼层在预先安装好了宽带接入插口，其他服务商再介入的话则面临双输局面，这时候居民将因为很高的转换成本而不能不接受预装了宽带接入插口的服务商。如果转为其他宽带接入商，则居民将花费很大的精力和更多的金钱。

高转换成本是厂商具有的某种竞争优势，但是这类优势是否能够持久也取决于高转换成本是否能够持续。在中国内地，20世纪90年代的时候，除了接入电信的固定电话服务，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





一般家庭很难选择其他的通话服务商，那时候使用移动通信将面临很高的转换成本，不过从 2001 年开始，大量的人群由固定电话转向移动电话，特别是在 2007 年，中国电信和中国网通每月要损失很多客户，而中国移动和中国联通则不断有大量的新客户涌入。往日的高转换成本不复存在，这使得中国电信的独家垄断优势一去不复返。所以，高转换成本通常可以经由技术进步和管制变迁而发生改变，由于技术进步是非常迅速的，所以高转换成本**通常也是不能持续的。**不论是规模效应还是高转换成本，以及前面提到的低成本和有形差异化都与技术有密切关系，只要与技术进步有密切关系的行业和企业都不可能具有持续的竞争优势，当然也无从谈起具有市场性专利。

技术作为重要变量，往往会改变产业竞争的格局。

还有一类的竞争优势来自法律上的专利，比如制药厂获得的专利，某一技术公司获得的专利，或者政府给予的专利和专营权，比如烟草等。这类专利基于管制而存在，所以法律和政府行为对这类专利有很大的影响。那些医疗保健类的企业，比如辉瑞制药等，通常享有这类竞争优势，西格尔的统计也表明了这类企业具有持续竞争优势，所以制药类企业可以重点关注。

还有一种竞争优势来自网络效应，比如 B2B 网站，以阿里巴巴为例子，又或者是 C2C 以易趣和淘宝为例子。当时很多的投资分析家，包括晨星公司在内都认为这类企业具有持续竞争优势，因为这类公司的网络外部性使得用户增多带来更多的用户，这样形成了良性自加速循环。但是，想想以前的邮政系统和电报以及固定电话系统就知道，这类企业的成长性也在很大程度上取决于技术和与之相关的成本。具有网络效应的企业百年前就已经出现，但是其竞争优势并不持久，所以它们很难具备巴菲特所要求的市场性专利。

第三步，市场性专利的持续性，不同的市场性专利具有不同的有效期限，通常而言，价值投资应该选择那些具有二三十年以上市场性专利的企业，如果一个企业的竞争优势持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





续期限不能达到10年以上，那么这通常不能称为市场性专利，顶多看作一个暂时的竞争优势而已。**在巴菲特看来，市场性专利应该在15年以上才算勉强合格，那些不能保证10年后还能维持超额利润的企业，根本不在巴菲特市场性专利的范畴之内。**市场性专利的程度与利润率有关，一个企业的产品溢价越高，则其市场性专利的程度越深。同时，市场性专利的持续程度也很重要，那些日用消费和医疗保健类企业通常具有很长时间的竞争优势，而那些技术和大量资本支出的企业则非常短命，即使活下来也在一个令人觉得勉强的收益水平上挣扎。

根据巴菲特的市场性专利原则，再结合我们自己的操作实践，我们发现药品、旅游景点、饮料、服饰以及报纸是很多市场性专利公司的滋生地。**那些依赖大量资本的企业通常也是依赖于技术的，因为资本就是技术的物质化载体，技术本身是不断变化的，所以依赖大量资本的企业本身也是不断变化的，这导致了不确定性增强的风险。**从格雷厄姆利用财务定量技术分析公司，到费雪通过定性因素分析公司，**所有价值投资的核心都是寻找那些确定性的因素，只有确定性的因素才能在"能力范围"之内，才可以设定"安全边际"或者说"安全空间"。**具有市场性专利的公司就比其他类型的公司具备更多的确定性，所以这是巴菲特对价值投资的进一步发展，价值投资的每一步发展都是为了扩大确定性范围，同时界定确定性**的边界。**

*所有价值投资的核心都是寻找那些确定性的因素，只有确定性的因素才能在"能力范围"之内，才可以设定"安全边际"或者说"安全空间"。*

现在我们再来温习一下确定市场性专利的三个步骤：

第一，确定一家企业是否可能存在市场性专利。

第二，确定市场性专利的来源。

第三，确认市场性专利的可持续时间长度。

总体而言，不依靠技术、低成本、大量资本支出而具有竞争优势的企业应该重点关注，它们很可能具有市场性专利。

（2）经济商誉和通货膨胀。

很多国内投资者看了不少巴菲特传记之后，抓住巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的只言片语，认定巴菲特是一个不关心宏观经济和国际收支的人，其实巴菲特对于美国的经常项目赤字和贵金属走势发表过不少看法，而且他本人也曾经在外汇市场上连续几年做空美元，同时在银价位于历史低点附近大肆买进。参与国际化的投资使得巴菲特与索罗斯的投资风格存在越来越多的相似之处，同时也使得我们认识到巴菲特最近十几年也产生了一次不小的飞跃，这应该算**他的第三次飞跃。**这次飞跃的主要特征是他开始扩大其投资地域和范围，从美国扩大到其他国家，甚至包括中国这样的新兴市场国家，这似乎与邓普顿走得很近了，而他介入外汇和贵金属市场的行为则有点索罗斯的风格。也许这是一个正统价值投资者不断进步的表现，**从格雷厄姆的静态价值投资，到费雪的动态价值投资，再到索罗斯宽范围的价值投资，这就是巴菲特的三大飞跃。**外汇和贵金属都有金融属性，其价值最终取决于经济体的发展和世界经济的稳定性，所以外汇好比国家发行的股票，其中也包含了风险因素，外汇的价格则是由资金追逐，也就是供给决定的，投机就是根据供给的变化而操作，而价格的变化导致了价格与价值的偏差，这就为价值**投资者创造了机会。**1992年英镑的高估，1997年泰铢的高估都是外汇价格远远高于其价值的表现，作为价值投资者，索罗斯做空了当时的英镑和泰铢，而巴菲特则做空了美元。价值投资的核心都是一样的，无论具体品种和**形式是什么。收益是价值的基础，而资金或者说供求是价格的基础，价值是投资的基础，价格是投机的基础，**也许第四代价值投资技术就是以此为基础建立的，第四代价值投资技术将打通一切资产，而不仅仅局限于证券和其他金融工具。

巴菲特对科技股的看法似乎也在发生改变。

货币如何估值？主权信用，经济周期和货币政策是货币估值的关键要素。

外汇的价值不仅在于其收益率高低，还与其风险规避能力高低有关。

巴菲特的第三次飞跃使得原本人们头脑中固化的巴菲特形象再次被击碎，一个80多岁高龄的投资大师还能够再次突破自我，与时俱进，这是非常不容易的，千里马真的是志在千里啊。我们在这里就是要看看巴菲特对宏观经济重视的一个细小方面，从中我们即可以纠正对这位大师的狭隘观念，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也可以领略到市场性专利抵御宏观经济问题的强大力量，**正是因为有用市场性专利的公司可以成功度过最艰难的宏观经济环境，才使得巴菲特敢于长期持有这些公司**，在艰难过去之后，其超额的回报再次令人赞叹。如果一家公司能够长久地正常经营，单单这样就可以制造出令人羡慕的复利效应。

巴菲特也在不断反省和进步，以前说的话放在今天，他未必还会认为是正确的。

巴菲特觉得股票和利率走向都是很难预测的，但是这并不意味着不能做概率上的判断和长期的推测，他的意思是不要将确定性幻觉引入那些“能力范围”之外的范畴。他曾经说：“即使美联储主席将未来两年的货币政策告诉我，我也不会改变我的操作计划。”很多人只是从巴菲特只注重企业，不注重宏观经济政策的角度出发来理解这句话，其实更为重要的**是巴菲特并非忽视宏观走向本身，而是因为他的投资类型不可能受到宏观走向的影响**。很多人没有理会到这句话背后的深层含义在于巴菲特选择的公司本身就具备抵御宏观风险的能力。其实，很多企业都会受到宏观景气度的影响，特别是周期性行业，就是那些所谓的日用消费品企业也会受到一定程度的影响，这类企业一般被称为防御性企业。巴菲特说出这句话有两层意思：第一层意思是虽然他也知道宏观经济动向非常重要，但是他并不能对此做出预测，也就是说宏观动向是那些重要程度高，但确定性低的事项，这些事项处在“能力范围”之外；第二层意思是既然不能对如此重要的因素做出确定性的判断，那么只能在“能力范围”内找出那些不受宏观动向影响，或者受到影响相对较小的行业或者企业。从这里看来，巴菲特以“市场性专利”作为甄别这类公司的法则是非常有道理的，他一定是这样想的：**“既然我不能预测宏观经济走向，那么我就选择那些受到宏观经济影响较小的企业，这类企业就是具有市场性专利的企业**，它们通常位于日常消费品行业，医疗保健品行业等。”我们臆造了一段巴菲特的申明，不过从其论述和行为来**看应该八九不离十。**

既然我不能预测宏观经济走向，那么我就选择那些受到宏观经济影响较小的企业，这类企业就是具有市场性专利的企业。

那么宏观经济动向对企业的影响主要体现在哪些方面呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





主要是经济周期，也就是收入、就业和物价水平，那些具有市场性专利的公司通常都是那些消费量稳定或者稳步增长的公司，比如饮料和报纸，同时这类公司还要能够抵御物价上涨带来的不利因素。巴菲特发现那些具有市场性专利的公司，也就是他认为具有经济商誉的公司通常都能很好地对付通货膨胀。我们在这里真的需要再次对巴菲特的投资才智表示佩服：他清楚地知道什么是确定的和重要的，什么是重要但不确定的，通过选择那些确定和重要的东西，他规避了那些重要但不确定因素的影响。**市场性专利是重要而确定的东西，而宏观经济走势和通货膨胀则不在人的把握之中，也就是属于重要但不确定的东西，巴菲特的高明之处就在于通过市场性专利规避了通货膨胀和经济周期的消极影响。**

准确来讲是不在他的把握范围之内。

巴菲特非常关注物价水平，因为这会影响企业的回报率，与传统的货币主义学派认识不同，巴菲特认为通货膨胀不是一个经济现象，而是一个政治问题。这样看来巴菲特倒更像是一个奥地利学派或者马克思主义者的论调了。要知道**在经济周期性危机的判断上奥地利学派是做得最好的，至少比凯恩斯主义和芝加哥学派做得好。**巴菲特认为通货膨胀通常都是政府花费没有节制造成的，不断印刷的钞票就是政府过度消费的明证。巴菲特对于通胀的活动时间和程度并无准确的把握，他承认这处在他的能力范围之外，但是他认为大量财政赤字和经常项目赤字结果只能是不断上涨的物价水平和不断贬值的美元汇率。对于双赤字的担忧使得巴菲特在国内寻找那些具有市场性专利的公司进行投资，在国际上做空美元，买进贵金属。巴菲特对于美国的经常项目赤字进行过长篇累牍的分析，当中闪现了他对宏观经济学和国际经济学的真知灼见，加上他在2005年前后买进贵金属，做空美元，这些都使得一个新巴菲特再次出现在世人的面前，但是国内的绝大多数投资者头脑中仍旧放置着那个旧巴菲特的形象。

巴菲特认为美国人大量消费甚至超过了自己的生产能力，这就形成了经常项目的赤字，通常也可以近似地认定为贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



赤字。早在二十年前他就开始发出警告了，也是从那时候开始他更加注重寻找那些具有市场性专利的公司，以便抵御通胀上升对企业利润的侵蚀。“我们不仅消费了自己生产出来的产品和服务，我们还消费了大量的国外产品和服务，我们通过在资本项目下面融资来支付货款，我们一手借钱，一手花钱，但是这些债务最终会要求偿还，可能是用我们的财产和生产设施，或者是我们的产品和服务。但是，现在我还看不到美国人勒紧肚子，努力工作的迹象。”巴菲特在次贷危机之前的几年内更是不断发出这类警告，他认为美国可能通过美元贬值来让债务贬值，因为美国的债务都是以美元计算的，这样虽然减轻了美国的还债压力，但是却使得美国的进口商品价格上涨，最后引发国内的**通胀水平上升**。无论如何，美国国内物价上涨对于美国的企业都是一个威胁。巴菲特还在伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会上语重心长地告诫大家：“通货膨胀将会成为你们在本公司的投资是否具有真实收益的最重要因素。”物价上涨使得公司必须同时提高其名义收益率才能保证真实收益率没有下降，也就说公司的利润率要与通货膨胀率同时上升才能保证同样的真实资产收益率。同时，通胀使得企业的税收增加，那些具有大量资本支出和原材料需要的企业通常面临更高的成本。

巴菲特还在伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会上语重心长地告诫大家：“通货膨胀将会成为你们在本公司的投资是否具有真实收益的最重要因素。”

通胀的危害主要集中在两个方面：第一增加了企业额外的成本，第二降低了企业的**收益**。通常只有那些能源类和具有市场性专利的公司可以逃过通货膨胀的危害。

准确而言，还需要看企业转嫁成本的能力。

很多受到金融学和经济学教条的投资者认为所有股票都可以抵御通货膨胀，但是巴菲特却不这么认为，他认为物价水平上涨并不能保证股东获得更高的回报率。**股权回报率的提高存在五种途径：**

- 增加资产周转率，通过存货周转率，应收账款周转率等可以做到这点，资产周转率是销售额与总资产的比值。
- 提高利润水平。
- 降低税收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





● 提高财务杠杆，也就是增加负债，通过借债提高股权回报率。

● 降低负债利息。

第一种方法，巴菲特是这样分析的，他认为通货膨胀可以暂时增加资产周转率，因为销售收入增加比资产折旧更快，但是如果资产被置换，则资产周转率将下降，直到通胀水平的上升与销售额以及固定资产价值上升一致。虽然这些解释看起来过于专业，不过他的大概意思是要想依靠提高资产周转率来长期对付通货膨胀水平是不现实的。

第二种方法，巴菲特认为物价水平上涨对企业控制成本的积极作用是微乎其微的，更为重要的是原材料、劳动力和能源等支出是随着通胀而上升的，巴菲特还根据政府的统计得出随着通胀率的上升，利润率水平是下降的。看来这种方法也是不能在通胀中**提高股权回报率的。**

在通货膨胀中，税收不太可能减少，如果是累进所得税，则公司的实际赋税还会加重。这使得第三种方法在通胀中变得不太可能有效。

至于通过借款和降低负债利息来提高股权回报率则变得更加不可能，在通胀中，债权人通常会要求增加利息，这使得借债提高收益率的想法变得不切实际。

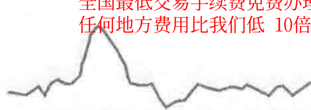
经过巴菲特的这番分析，大家应该知道通胀并不能提高股权收益率，相反会增加一般企业的经营负担，因为股东要求更好的名义回报率。巴菲特认为需要大量固定资产来维持经营的企业往往容易受到通货膨胀的消极影响，而那些需要较少固定资产，同时具有某种市场性专利的公司则不太容易受到通胀的危害，巴菲特将这些市场专利称作经济商誉，因为它们可以为企业带来持续的竞争优势和溢价，但是却不需要大量的有形资产支持。

巴菲特对商誉的重视已经反映出他与格雷厄姆那种有形资产精算投资的重大区别。

巴菲特在年报中专门区分了“会计商誉”和“经济商

巴菲特认为需要大量固定资产来维持经营的企业往往容易受到通货膨胀的消极影响，而那些需要较少固定资产，同时具有某种市场性专利的公司则不太容易受到通胀的危害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





誉”，很多人也翻译为“特许经营权”，但是我觉得还是用“市场专利”一词更为恰当。会计商誉是资产负债表中的一个财务项目，属于资产的账面价值范畴；而经济商誉则是一个没有人精确过的东西，巴菲特认为经济商誉的最关键特征是股权回报率超过平均水平的企业的实际资产价值超过其账面价值。一家公司可以为自己的产品定一个高于同质产品的价格，这是经济商誉的具体表现，也就是说那些拥有经济商誉的公司通常具有良好自主定价能力。**经济商誉通常是在稳定增长的，而会计商誉是在逐渐减少的，因为公认会计准则规定那些入账的会计商誉需要在一定期限内摊销。**一家公司的会计商誉会随着时间而减少，但是其经济商誉至少维持不变，一般还会增加。巴菲特认为经济商誉随着时间会保持稳定上涨，同时还会随着通货膨胀而**逐渐上升。**经济商誉，或者说市场性专利的这一特征是巴菲特成熟投资策略的基础，连巴菲特的妻子都在书中宣称巴菲特的投资战略是建立在那些排他性的经济商誉优势上的。巴菲特还曾经在年报中专门列举了一个例子来说明：有两家糖果公司，一家叫西斯，一家叫比斯。西斯公司以 800 万美元的账面资产每年盈利 200 万美元，而比斯公司则是以 1800 万美元的账面价值每年盈利 200 万美元，如果两家公司没有利用财务杠杆，也就是没有负债，则比斯公司股权回报率就是 200 万美元除以 1800 万美元，得到 11%，而西斯公司的股权回报率则高得多，这表明比斯公司没有经济商誉或者相当少。

巴菲特的时间观与绝大多数人不同，按照 NLP 的理论来看，他的时间线异于常人，所以其思维方式异于常人。

现在看看物价水平上涨对两家公司盈利状况的影响。通胀使得两家公司的资产价值出现了上涨，假定都上涨了一倍也就是西斯公司的账面价值变为 1600 万美元，而比斯公司的账面价值变为 3600 万美元，为了保持股权回报率不变，则两家公司利润水平要上升到 400 万美元，这可以通过提高售价来完成，那些具有市场性专利的企业更容易提高价格，所以它们可以很好地维持原有的股权回报率，而那些经济商誉较少的公司则很难提高其定价，这通常会降低其股权回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





没有经济商誉的公司为了支撑其股权回报率，更多地是采用增加销售量的办法，这就需要扩大生产和增加存货，也就意味着需要大量的资产支出，这会消耗大量的现金，要产生相同的销售额，不具备市场性专利的公司需要更多的资本支出，在通常环境中，同样规模的生产能力需要更多的资产支出。所以，**面对通货膨胀，股权回报率要求得到提高，提高的方式有两种，一是提高产品售价，二是增加生产规模。没有市场性专利的公司很难提高产品价格，同时增加同样利润所需要的资本支出也远远大于有市场性专利的公司。**

市场性专利让企业在面临严峻博弈形势的时候有更多选择。

巴菲特认为在物价水平上涨期间那些具有较高商誉的企业才能维持其股权报酬率，在通货膨胀的消极影响下只有少量企业具有能力提高其定价能力，这些企业可以将市场性专利与最小的资本支出结合起来提高其股权回报率。巴菲特认为经济商誉是规避通胀风险的最好手段，虽然投资者不能预期通胀什么时候会到来，也不知道通胀的程度，但是却可以买入那些可以识别的具有经济商誉的公司，这样无论宏观经济发生了什么变动，这类企业都可以获得相对较高的股权回报率。巴菲特从费雪身上学到了重视企业特质的重要性，同时他也从劳伦斯·彭博那里学到了市场性专利公司的初步概念，这些都使得他可以无视通胀本身，更不需要去预测通胀何时何地会发生，程度如何。

**市场性专利是巴菲特所有投资的精华所在，**就这点而言巴菲特已经与格雷厄姆截然不同了，虽然巴菲特的理性投资思路来自格雷厄姆，而且很多传记作者和巴菲特迷都认为巴菲特还是很大程度上遵循了格雷厄姆的方法，其实巴菲特已经发生了很大的变化。格雷厄姆式的投资基本上就是找那些实际有形资产高于账面资产的企业，也就是林奇说的隐蔽资产类企业，巴菲特早期的投资基本上都是按照这个思路，这类的价值就是有形资产的价值，通过比较有形资产价格和股票的价格，格雷厄姆得出了安全空间这个价值投资根本法则。后来巴菲特认识了费雪的动态价值投资，这时候成长性的重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投机客需要考虑与对手相比自己的优势所在。投资者也需要考虑与对手相比自己的优势所在，而最大的优势源于能够识别出那些被忽略了的具有最大竞争优势的企业。

要性进入了巴菲特的思考范围，巴菲特意识到价值是动态的，而不是静态的，**价值来源于收益而不是资产**，所以巴菲特将价值评估集中于公司长期收益的评估。这时候他发现那些**面临竞争加剧的高收益企业其未来的收益具有非常大的不确定性，而那些具有竞争壁垒的企业则能够维持一个较为确定的高收益水平。**巴菲特通过市场性专利这个因素找出了那些收益确定的良好企业，再加上费雪的其他考察方法可以很好地将成长性纳入“能力范围”之内进行分析。

巴菲特通过市场性专利将企业分为两类，一类是具有确定性收益的，另一类是未来收益不确定的；对于那些未来收益不确定的企业，巴菲特认为这些企业不在自己的能力范围之内，所以重点把握那些未来收益确定的企业，也就是具有市场性专利的企业，这些企业要么像可口可乐一样具有配方型市场专利，要么像华盛顿邮报和地方丧葬公司一样具有地域垄断型专利。**正是由于具有市场性专利的公司可以长期保持高于平均水平的股权回报率，这使得巴菲特可以利用长期投资的“复利原理”将资金魔术化增值。巴菲特的整个投资流程就是以“市场化专利”为核心的，通过“市场化专利”找出那些在“能力范围”之内的企业，然后通过长期投资的“复利原理”来增值资本，同时“市场性专利”也是高复利率的保障。**下面我们就用巴菲特长期投资中的两个著名例子来阐释其“市场专利”法则的具体运用。

（3）巴菲特的精彩手笔之一：买入可口可乐公司和配方型专利。

可口可乐的投资可以为国内投资者寻找那些具有配方型专利的投资对象提供示范。可口可乐是世界最大的软饮料和经销商，其历史可以追溯到1886年，现在可口可乐可以在全世界几乎任何地方买到。巴菲特从5岁的时候就开始接触可口可乐，童年的他倒卖了一些可口可乐给伙伴们，这可以说是他第一次通过可口可乐赚钱。可口可乐的配方一直是保密的，所以这类产品具有对手永远无法复制的壁垒，虽然你可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





以制造出近似口味的可乐，但是却永远无法制造出一模一样口味的可乐。中国大陆的白酒，就具有这样的特征，酒窖经过百年以上的生态演化，任何一处名酒的特色都不可复制，所以内地的投资者可以重点关注这类投资对象，而且中国白酒不会受到国外产品**竞争的太大影响**。1935 年到 1988 年，整整 53 年之后，巴菲特才介入可口可乐的股票，此前因为股价过高，巴菲特一直没有**机会介入**。

这段话我是在 2006 年说的。

好公司要在恰当的时机介入才行。

同大多数具有市场性专利的企业一样，可口可乐的主营业务非常简单，生产流程非常简单易懂，公司买入原料，制造浓缩液，卖给全世界各地瓶装商，然后由瓶装商灌装成各种成品后卖给消费者。超市、食堂、自动售货机、旅馆等是可口可乐销售的主要场所。这家公司旗下的品牌包括了：可口可乐、雪碧、芬达、醒目等。可口可乐公司的全球销售系统非常强大，但是其基础仍旧发迹于不可复制**的配方**。

20 世纪 70 年代，可口可乐遇到了很多麻烦，它的分销系统出现了问题，有机构起诉它违反了反垄断法，阿拉伯国家联合抵制其产品，而且公司此刻进行了多元化经营，涉足一些与饮料无关的行业，比如水利公司等，此时可口可乐的股权回报率一直维持在 20%以上。到了 20 世纪 80 年代，可口可乐的表现使得董事会财务委员会主席 R.伍德拉夫起用了可口可乐历史上第一位外籍总裁 R.格易祖塔，格易祖塔收缩了业务，重新回到主业经营。

据说加多宝集团就是按照可口可乐的分销体系来运作王老吉的。《2012 年前 3 季度中国饮料行业运行状况分析报告》中指出碳酸饮料的市场份额已经下降到 21.9%，落后于饮用水的 25.7%以及果汁品类的 22.2%。而昔日风光无限的饮料界大佬可口可乐公司也在罐装饮料市场上让出头把交椅，以 10.3%的份额排于加多宝凉茶之后。在国内罐装饮料行业单品销量中，2014 年加多宝超过了可口可乐和百事可乐。

1988 年 6 月到 1989 年 4 月，巴菲特分批买入了可口可乐的股票，此时股价为 10 美元，总共买入 9340 万股，花费了 10.23 亿美元。巴菲特当时持有的可口可乐股票已经占用其 35%的资金。格雷厄姆完全不会这样做，林奇倒是有可能，不过如此集中投资的恐怕只有两人能够做到，而且做对，那就是巴菲特和索罗斯。在“集中投资”智慧法则中，我们将会深入讨论这一巴菲特投资特色。

巴菲特介入可口可乐收获非常之大，以至于今天每每提到巴菲特的投资，都会以可口可乐作为首选案例。巴菲特认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





为应该持有那些能够产生长期高回报的企业，这些企业一定具有某种持续的竞争优势，技术类企业是不可能做到的，在日常消费品企业中经常出现这类投资对象，比如宝洁、路易斯·威登、耐克、中国白酒等。可口可乐从1886年以来一直围绕可口可乐这个竞争优势持续不断创造利润，其成长性也引人瞩目。很多投资者将品牌等同于市场性专利，或者说经济商誉，其实品牌本身不能保障高于平均水平的回报率，只有那些排他性的消费品才有此特点。我们在内地一直寻找这类投资对象，通常是在三种类型的企业中找：医疗保健类、日用消费品类和能源类。希望内地的投资者多多尝试寻找新的市场性专利类型和企业，我们认为巴菲特之所以能够成为世界股王，主要不是格雷厄姆的方法，格雷厄姆的方法只是为他提供一个很好的进场时机，在选择股票上费雪和彭博的影响是最大的，通过选择那些具有市场性专利的公司，并且这家公司拥有一个好的领导层，这就保障了这家公司可以获得长期高于平均水平的股权回报率，通过自然提供的“复利法则”，巴菲特就成了世界第一股王。巴菲特的投资年复合收益率大约为24.6%，按照25%来近似估算，如果你当初投资1000美元，则40年后可以变成750万美元，如果把零全部写出来就是7500000美元。从1000美元增长到7500000美元，增长了7500倍。如果你能结合“市场性专利”选择股票和公司，然后利用“安全空间”入市，并通过“复利原理”长期持有，最后你将成为新一代的投资大师。

（4）巴菲特的精彩手笔之二：买入华盛顿邮报和地域垄断型专利。

巴菲特所介入的行业基本上都集中于日常消费品，医疗保健品，保险和能源等领域。报纸是日常消费品的一种，对于媒体，特别是具有地域性特征报纸的偏爱是巴菲特投资特色之一，这一点是基于他的“市场专利”法则。巴菲特介入过华盛顿邮报和其他许多报纸和有线电视网，其中最为出名的当然应该是华盛顿邮报公司。这是一家经营报纸、电视广

互联网媒体兴起之后，巴菲特大手笔收购地方报纸，大家想想是为什么呢？网上有评论称“尽管巴菲特在报纸发行领域进行抢购，但他一直避免收购全国性的大型日报。2013年初，巴菲特曾表示他对收购Tribune旗下的报纸业务并不感兴趣。Tribune旗下包括了《芝加哥论坛报》以及《洛杉矶时报》。巴菲特认为，擅长于本地新闻、与社区有着紧密联系的报纸存有价值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





播网络**和杂志的媒介集团**。该集团的报纸部门出版《华盛顿邮报》和其他一些地方性报纸，电视广播网络部门则拥有6家地方性电视台，其有线电视网部门则负责为15个州的用户提供服务。该集团的杂志部门出版《新闻周刊》，是著名的新闻类杂志。该集团还下属一个连锁学校，主要提供大学入学考试辅导。除此之外，该集团还拥有《国际先驱论坛报》50%的股份，还参股了其他一些著名报纸和杂志。该集团在70年之前只有一份报纸，现在则成为一家拥有各类地区和全国性媒体的综合性媒介集团。

1931年，也就是巴菲特出生的第二年，华盛顿邮报公司是当时美国五家主要的日报社之一。两年后的1933年，华盛顿邮报公司由于无力支付纸张费用而陷入困境。当年夏天，该公司以不到一百万美元的价格卖给了金融大亨麦约尔，从1933年到1953年，麦约尔将该报扭亏为盈，后来他的女婿F.格雷厄姆接过了管理权，不久后华盛顿邮报公司收购其竞争对手《时代先驱报》，不久后又收购了《新闻周刊》和两家电视台。在F·格雷厄姆的经营下，华盛顿邮报公司成为一家实力卓著和声名显赫的媒体集团。1963年，华盛顿邮报集团的一代领袖F·格雷厄姆去世了，其妻子继任最高管理者，这位女性非常果敢，凭借其对华盛顿邮报的热爱成功地处理了诸多难题。每当遇到极大的困难时，她总会想起父亲和丈夫曾经付出的努力和心血，为了家族的荣耀她奋力而战。**对于报纸的经营，她认为一个领导者比一个管理者重要，因为领导者总是处在变革的最前沿，而管理者则是一个守成的角色**。华盛顿邮报集团正处在时代巨变和行业革新的十字路口，需要的是一个具有远见卓识的领袖而非管理者。

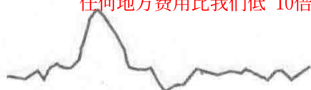
同时，这位坚强果敢的女士还聘请了B·布莱德雷作为总编辑，后来此人主导了水门事件的追踪调查，使得华盛顿邮报声名远扬。

1971年，巴菲特第一次见到了这位身负家族荣耀使命的**凯瑟琳·格雷厄姆女士**。当时，巴菲特建议凯瑟琳·格雷厄姆

媒体需要站在时代的前沿。湖南卫视的兴衰就是这一规律的体现。

凯瑟琳·格雷厄姆，美国传媒界的头面人物，“美国报业第一夫人”，《华盛顿邮报》前发行人、董事会主席。1917年6月16日出生于纽约。2001年7月17日逝世于美国爱达荷州首府博伊西医院，享年84岁。美国总统布什在发表的声明中高度评论并哀悼格雷厄姆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





买入《纽约客》杂志的股票，不过这笔交易并没有成交，但是巴菲特从此开始了与华盛顿邮报集团的长期合作关系 。此时的凯瑟琳·格雷厄姆准备让华盛顿邮报集团上市，以便让股票可以公开交易，缓解场外流通的负担。1971 年 6 月，该公司的 B 种股票上市交易，两天后凯瑟琳·格雷厄姆大胆支持 B. 布莱德雷公开五角大楼文件。半年之后，华盛顿邮报集团的股价由 24.75 美元上升到了 38 美元。1973 年初美国股市阴云密布，大盘下跌，华盛顿邮报的股价也由先前的高位下探至 23 美元。同月，黄金价格突破 100 美元一盎司，同时美联储提供贴现率，此后道琼斯指数继续大幅度下跌，创下三年来最大跌幅。到了 6 月道琼斯指数再次大跌，但是巴菲特却在不断买入华盛顿邮报的股票。

巴菲特买入股票的举动引起华盛顿邮报高层的担忧。此时，华盛顿邮报集团的总裁和董事长是**唐纳德·格雷厄姆**，他是凯瑟琳·格雷厄姆的儿子，1966 年从哈佛大学毕业后服完兵役，然后当了一年多华盛顿警察，之后成为华盛顿邮报的记者。1974 年成为公司董事。巴菲特当时非常清楚凯瑟琳·格雷厄姆的担心，于是他让人告诉凯瑟琳·格雷厄姆自己买入华盛顿邮报的股份是为了长期持有，其投票权可以由唐纳德·格雷厄姆代为行使。1974 年，凯瑟琳·格雷厄姆邀请巴菲特加入董事会，并任命巴菲特为董事会财务委员会主席。巴菲特在 20 世纪 70 年代帮助华盛顿邮报度过了最艰难的时刻。

唐纳德·格雷厄姆曾经说道：“前任总裁凯瑟琳·格雷厄姆所做的第一件事就是聘用本·布莱德雷担任报社编辑，这也是她做出的最英明的商业决策之一；另外一个英明决定是把沃伦·巴菲特请进公司董事会。”唐纳德·格雷厄姆与亚马逊创始人贝佐斯彼此认识已有 15 年。在此期间，他经常向贝佐斯征询有关新闻与科技的建议与观点。唐纳德·格雷厄姆与巴菲特沟通后在 2013 年将《华盛顿邮报》出售给贝佐斯，他认为“贝佐斯是非常值得尊敬的、深思熟虑的人。他博览群书，曾写过许多与商业有关的文章。虽然他的个人品质并不是此次交易的决定因素，但却让交易更加简单”。

巴菲特为什么敢买入华盛顿邮报的股票，首先这家公司的业务非常简单，主要是以报纸、杂志和电视台为主，而且巴菲特 13 岁的时候就已经开始接触华盛顿邮报了。巴菲特非常了解华盛顿邮报公司的成长经历，而且他对该公司旗下的《新闻周刊》和电视台非常了解和看好，长达几十年的了解，使得这家公司完全处在巴菲特的“能力范围”之内。

**华盛顿邮报公司的股东权益回报率为 36.5%左右，其年复利非常吓人，比报纸行业的平均水平高出一半，比标准普尔指数高出两倍。**1988 年，其利润率为 31.8%，而行业平均水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





平为16.9%，标准普尔工业指数平均水平为8.6%。

更为重要的是巴菲特认为华盛顿邮报具有市场性专利，或者说经济商誉。在美国的报纸中有90%以上的没有直接竞争对手，这是一个地域垄断型专利。很多报纸的股东认为报章业的丰厚利润来自报纸经营，但是**巴菲特却认为报纸行业能够取得高于行业平均水平的经营绩效主要是由于报纸的地域垄断特征，报纸公司因此为建立了一个利基市场。**巴菲特认为即使一个质量不高的地方性报章，只有获得地方垄断性的优势，也可以创造丰厚的利润，而且其高于市场平均水平的回报率可以长期维持，加上复利的威力，可以为股东创造出令人满意的业绩。一家质量很高的报纸，可以取得更大的市场覆盖空间，但是一家质量不高的报纸却也具有区域内的广告垄断权。一个城市中的招聘者，求职者，广告发布者，房屋出售者都需要借助地方性报纸的广告栏。**巴菲特专门在年报中强调报纸是经济商誉的最典型代表，因为报纸只需要很少的有形资本和开支，但是提价能力却很强，随着计算机等出版设备的价格越来越便宜，报纸类企业的收益水平还将提高。**这样报纸可以通过提价来应对通过膨胀，可以提高报纸的售价或者广告的价格。巴菲特甚至认为像《今日美国》这类报纸即使涨价一倍，也不会失去什么读者。

不过，后来巴菲特对报纸的认识发生了一些变化，从中我们也可以发现市场性专利也是相对的，**一个企业竞争的优势都存在一定的时限，只不过那些拥有市场性专利的公司拥有更长时间的竞争优势而已。**巴菲特认为虽然报业在总体上仍旧保持了高于平均水平的盈利能力，但是由于更多的媒体出现，报纸的主导地位遭到了一定程度的削弱，现在报纸的定价能力已经没有以前强了，也就是说经济商誉或者说市场性专利遭到了一定程度的侵蚀。1991年，巴菲特开始认识到报纸企业股权回报率的下降表明了一种长期的趋势，也就是报纸的地域性垄断专利已经变弱，报纸企业的经济商誉开始下降，不过巴菲特还是看好华盛顿邮报，一是该公司的负债

《今日美国》是美国唯一的彩色全国性英文对开日报，1982年9月创刊，属美国最大的甘尼特报团。总部设在弗吉尼亚州的罗斯林。以彩色版面、消息集中、多用图表、重视体育报道、便于读者迅速获得所需信息吸引读者。有国内版和国际版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





很少，而且其管理层比较出色，同时报业作为一个整体仍旧维持了高于其他行业的收益水平。

巴菲特投资华盛顿邮报主要是冲着报业的市场性专利以及华盛顿邮报的管理层能力去的。在这里我们重点强调前者，也就是说报纸本身所具有的市场性专利，这种专利具有某种空间或者渠道上的垄断性。

最后，我们来看看华盛顿邮报给巴菲特**带来的丰厚回报吧**。从 1973 年到 1992 年，华盛顿邮报公司为股东带来了 17.55 亿美元的利润，公司留存了 14.56 亿美元用于再投资。1973 年华盛顿邮报公司总市值为 8000 万美元，市值开始上升到 27.1 亿美元。从 1973 年到 1992 年，华盛顿邮报公司的市值整整增加了 26.1 亿美元。在这二十年中，当初一块钱的收益留存为股东创造了 1.81 美元的市值。巴菲特在华盛顿邮报公司上的投资为他狠狠地赚了一笔。

2013 年 8 月 6 日被股神巴菲特誉为“美国最有能力 CEO”的亚马逊创始人杰夫·贝佐斯同意以 2.5 亿美元的价格收购华盛顿邮报公司旗下《华盛顿邮报》等报纸资产。这让华盛顿邮报公司元老股东、拥有 28%股权的巴菲特伯克希尔·哈撒韦公司赚得盆满钵满。巴菲特在 1973 年开始持有《华盛顿邮报》股份。根据当年的财报显示，伯克希尔·哈撒韦持有 170 万股华盛顿邮报公司的股份，持股 28%，这些股票成本为 1100 万美元。当日，该股市价为 599 美元，巴菲特 170 万股价值高达 10.2 亿美元。假设巴菲特投资成本真的是 1100 万美元，那这笔投资的回报率高达 9170%。

## 第五节 巴菲特的智慧法则四：复利原理

就算股票市场关闭十年对我的投资也没有影响。

——**沃伦·巴菲特**

复利具有无限的魅力。

——**玛丽·巴菲特**

（1）长期投资和复利原理。

价值投资在短期内通常不能够制造令人感到震撼的收益，而人的注意力往往容易受到目前状况的影响。一般而言，**当前的收益往往比长期的收益更能引起交易者的兴趣和注意**。这也就是短线投资吸引如此多交易者加入的最大原因。对于价值投资者，如果不能进行中长期的持有是很难产生令人满意的投资效果的，**巴菲特的伟大之处就在于能够找到那些收**

人类的预期通常是按照直线运行的，所以总是无法直观地看到指数化增长的无穷力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**益持久高于平均水平的公司长期持有。**通过“市场专利”法则可以找到那些收益持久高于市场平均水平的公司，但是长期持有一家这样的公司为什么可以带来如此丰厚的收益呢？秘密就在于“复利原理”。**长期持有之所以具有丰厚的回报，是因为复利原理的存在。**如果没有复利的存在，则利润的增长将是算术化的，而非指数化的。**人类的预期通常是按照直线运行的，所以总是无法直观地看到指数化增长的无穷力量。**笔者就是要让复利的威力直观地展现在读者面前，从而让大家看到长期投资能够赚大钱的证据。人类的直线思维使得复利这类曲线化的增长很难被体悟到，人们在看到了复利增长的计算结果后都会惊呼原来每年 20%的复利在 40 年后可以产生这么大的利润，投资者的常识思维总是让他们低估了长期投资的收益，长期投资的预期收益一般比实际收益低几十倍以上。

股票之所以要坚持长期投资，主要有三个原因：第一个原因是心理层面上的，买卖股票是一个非常重大的决策行为，如果抱着长期投资的目的，则可以更为认真地对待这项决策。很多人在购买耐用消费品，甚至几块钱的小工具时都会斟酌再三，而在进行股票投资的时候则相当轻率，**如果买卖股票的间隔时间越短则用于分析决策的时间越少。**同时，**短期交易会使得交易者与市场接触过于频繁，从而被“市场先生”催眠，做出非常不理智的决策。**第二个原因是从盈利角度来说的，复利原理要求交易者尽可能久地持有那些收益率较高的资产，只有持有的期限越长才能赚到更多的钱，持有一年增长率为 100%的资产还不如持有一年增长率 25%的资产四年产生的收益高，如果老是在不同的资产上轮换，很容易失去高收益的机会，因为交易的对象往往会超出“能力范围”。第三个原因是交易费用，**交易次数频繁将产生大量的交易费用，如果你仔细计算费用总额和它们产生的复利则非常吓人。**

> 股票短线交易的累计手续费是相当吓人的，除非跟经纪商达成某种协议，帮助他们提高交易量排名。

很多人天性比较适合价值投资，这类人通常更为有耐性，甚至在别人看来有点懒，对于事物的变化非常迟钝，也许是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





舜发于畎亩之中，傅说举于版筑之间，胶鬲举于鱼盐之中，管夷吾举于士，孙叔敖举于海，百里奚举于市。故天将降大任于斯人也，必先苦其心志，劳其筋骨，饿其体肤，空乏其身，行拂乱其所为，所以动心忍性，曾益其所不能。

不拘小节，但是这并不意味他们注定可以成为一个成功的价值投资者，不过倒是一个很好的价值投资胚子。**无论是天性急躁还是天性安静，所有的交易者都必须经历思想上的洗礼和行为上的磨炼才能成为一个真正的价值投资者。**价值投资是没有终极形式的，巴菲特在其80多年的人生里面经历了三次重大的投资洗礼，从格雷厄姆式投资者到费雪式的投资者，再到跨品种的价值投资者，没有耐性和不断上进的勇气是做不到的。价值投资者最喜欢的座右铭应该是：**"不谋全局者，不足以谋一域；不谋万世者，不足以谋一时。"**

股票买卖在行家眼里跟打仗一样重要，"生死之地，存亡之道，不可不察也"，证券投资是一项重要的买卖行为，短期套利的交易本来没有错误，但是却容易让人失去追求全局最优和长期最优的心智。如果证券交易者频繁地买卖，随着时间的推移，将支付相当高的手续费，同时暴露在更多的风险之下。我们来看两个交易者，一个长期持有者，持有期限为30年，另外一个投资者则是在30年内每半年交易一次，假定两者的起始资金都是1万美元，年复利为9%，前者的资本利得税为15%，后者的资本利得税为35%，两者都不需要支付佣金，30年后长期持有者的资金变为11.4万美元，短期持有者的资金则为5.4万美元。如果两者要扣除佣金则后者的资金将下降到3万美元左右，前者基本还是11.4万美元。这就是长期投资和短期投资的差别，更为重要的是，短期投资使得投资者更不容易找到高收益的投资对象，频繁的交易打乱了投资者的理性交易能力，而这会影响到累计收益水平。如果把这个心理的因素加入，则上述那个短期交易者30年后资金可能连3万美元都没有。**频繁交易会产生三种成本：金钱成本，源自手续费；心理成本，源自情绪波动和折磨；精力成本，来自盯盘和决策。**

频繁交易也有赚钱的，比如少数高频交易者。但是，赚大钱的很少是高频交易者。资金量大了之后，高频交易要赚大钱更难。

现在我们已经谈了长期交易的好处和短期交易的坏处，是时候引出本章的主角了："复利原理。"**没有了复利原理，价值投资就是中看不中用的东西，**因为价值投资本来就没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





短期交易那样花哨好看，如果还不能带来令人惊喜的长期获利，则不光是不中看，连实际用处都没有了。

巴菲特等价值投资者之所以坚持长期投资，最为主要的一点是因为大自然创造了奖励耐心人的法则："复利原理。"**无论是价值投资者还是其他类型的长期投资者，包括技术分析中的趋势跟随投资者都认识到了复利的威力，不过各个流派采用的方法不同，但是都要经过"复利原理"才能修成正果。**巴菲特类型的价值投资通过寻找市场性专利公司，找到那些具有持久超额利润水平的公司，然后通过长期持有的"复利原理"获得巨大的收益。以趋势跟随为主的长期技术交易者则通过长期均线系统抓住大的价格运动趋势而获得客观的收益，并通过长期持有让利润奔腾，"复利原理"则让**利润奔腾得更凶。**我们来看看下面几组数据，假定本金为1000美元，而复利水平分别为20%和25%，后面一个收益水平跟巴菲特的长期回报率差不多。我们分别对比一下从1年到40年的各种期限中上述两种复利水平产生的资金变化。

无论是价值投资者还是其他类型的长期投资者，包括技术分析中的趋势跟随投资者都认识到了复利的威力，不过各个流派采用的方法不同，但是都要经过"复利原理"才能修成正果。

- 在1年期中，20%的复利水平将本金变成了1200美元，25%的复利水平则将本金变成了1250美元。
- 在5年期中，20%的复利水平将本金变成了2500美元，25%的复利水平则将本金变成了3050美元。
- 在10年期中，20%的复利水平将本金变成了6200美元，25%的复利水平则将本金变成了9300美元。
- 在20年期中，20%的复利水平将本金变成了38300美元，25%的复利水平则将本金变成了86700美元。
- 在40年期中，20%的复利水平将本金变成了150万美元，25%的复利水平则将本金变成了750万美元。

巴菲特从25岁开始独立投资，到其65岁，年复利水平为24.6%，早期十年曾经一度达到29.6%，如果按照25%来计算，巴菲特25岁投入的1000美元，今天变成了750万美元。投资的期限非常重要，在复利原理中年数让利润成指数增长，而不同的复利水平也非常重要，相差5%，25%的复利水平在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





每个大师都有自己的哲学，都有自己的得意技能。

40年后就与20%的复利水平产生如此大的差异，一个150万美元，另外一个750万美元。**时间长度和复利水平决定了一次投资的最终收益，这就是“复利原理”，巴菲特通过长期投资来增加时间长度，通过寻找市场性专利公司来提高复利水平。**可以说，巴菲特的所有精华都蕴藏在市场性专利与复利原理中。复利原理并非巴菲特发现的，市场专利也并非巴菲特首创的，但是在巴菲特手中这项法则得到了最充分的利用。**如果本书要对每个大师的智慧进行总结的话，那么格雷厄姆的所有智慧可以归结为“安全空间”，巴菲特的所有智慧可以归结为“市场专利”，而彼得·林奇的所有智慧可以归纳为“成长为王”，索罗斯的所有智慧可以归纳为“反身回归”。**

“复利原理”中还隐藏中一条72法则：当复利水平与时间长度相乘等于72时，则资本恰好增长一倍。如果复利水平为9%，则翻一番需要8年，也就是8×9=72，如果复利水平为7.2%，则翻一番需要10年。这只是一个经验法则，并不是一个完全正确的规律。

复利原理显示了时间的价值，这从复利计算中的年限长度可以看出来。货币之所以具有时间价值在于大自然万物繁殖的特性，农业社会的农作物生产与时间密切相关，任何产品和服务的生产都需要经由时间完成。

**如果你懂得了复利原理的神奇威力，你就不会对长期投资失去兴趣了，同时如果你掌握了复利原理中的两个关键要素，你就掌握了巴菲特投资的不传之秘，那就是市场专利和长期投资。**

现在我们要谈谈长期投资与巴菲特其他主要智慧法则的关系所在。首先，“能力范围”法则与长期投资，长期投资避免了交易者的情绪波动，从而可以使得投资在分析中更加客观，从而巩固了既有的“能力范围”，同时长期投资使得交易者可以在少数几个投资对象上进行充分的分析和观察，这与“集中投资”也是密切相关的。人类的天性使得投资者从事长期投资比短期投资更为合适，也就是说人类更胜任于长期投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资，**从人类的"能力范围"出发，投资者应该选择长期投资。**

其次，我们看看"远离市场"与长期投资的关系。远离市场是格雷厄姆交给巴菲特最为重要的遗产，通过远离市场，投资者可以避免"市场先生"对自己理性判断的干扰，这与长期投资是相辅相成的，因为只有长期投资者才能做到"远离市场"。试想一个短线交易者需要时刻盯着盘面，这样的交易风格根本无法"远离市场"。

长期是相对的，如何算长期，简单而言就是让复利原理能否发挥最大作用的期限，让心态最平静的期限，你能发挥最佳心智状态的期限。

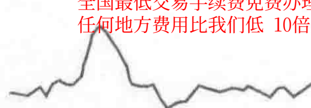
最后，我们看看"集中投资"与长期投资的关系，集中投资使得投资者可以研究更少的投资对象，从而支出的精力在"能力范围"之内。同时，集中投资使得交易者不必为各类繁多的机会所引诱，从而能够促进长期持股。如果持有名目繁多的股票，则投资者很难做到长期投资，看看林奇的持股数目就知道他的持股期限一定短于巴菲特。

**巴菲特的"与时俱进"法则的目的是保证自己不断努力寻找那些可以带来高复利水平的投资方法，**这与"复利原理"密切相关。通过三次飞跃，巴菲特掌握了带来更高复利水平的投资方法，与长期投资相结合，从而获得了更大的复利威力。

（2）巴菲特，一个长期投资者。

巴菲特是一个长期投资者，这是对巴菲特的第二种提得最多的定义，而第一种提得最多的定义是巴菲特是一个价值投资者。**巴菲特是以一个价值投资者的身份完成了其长期投资的角色，其实巴菲特更多的是一个价值投资者，**他也进行了几年的投资，甚至在外汇市场上也进行以一年为时间跨度的短期交易，无论如何他都是遵循价值投资的法则进行各类期限的交易。但是，他也明白要想挣大钱，必须以长期投资为主，所以他的绝大部分资金都分配于长期投资上，他的长期投资既是长期的又是集中的。巴菲特习惯通过与管理人员交谈和阅读财务报表来进行投资决策，而不是盯着股价变动来进行决策，他还是坚信市场会绕着价值中枢进行运动，这是格雷厄姆留给他的最大遗产之一。索罗斯的反身回归理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





也认为情绪和资金推动下的价格波动最终会回归一个中枢。**巴菲特在这一回归理论的前提下，总是努力用各类方法找出价格波动所环绕的趋势轴心，他试过格雷厄姆的有形资产评估法，实践过费雪的成长性评估，也利用消费独占理论得出了市场性专利，或者是经济商誉法则，无论巴菲特做什么，他总是在寻找一个可以理性看待市场的方法。**格雷厄姆的教诲一直萦绕耳边："股票市场在短期内是一部投票的机器，在长期内则是一部称重器。"巴菲特认为短期内，人类很难掌握市场的波动，这时候的投资处在人类的"能力范围"之外，但是在长期内，由于价格会回归价值中枢，而价值中枢是可以通过理性大致计算出来的，所以长期内的投资处在人类的"能力范围"之内。巴菲特通过林奇的成长性投资发掘了提高回报率的更好办法，毕竟格雷厄姆几乎是在买资产，而不是产生钞票的机器，而费雪的方法则可以为投资者带来利润的源泉。**格雷厄姆的方法是在用木桶提水，一次提得再多也是有限的，而费雪的方法则是建立管道，可以源源不断地提供水资源。**通过市场专利，巴菲特找到了能够持久提供充足水资源的管道。只要耐心地等待管道输水，就会得到非常大的一缸水。

建立自我，这是系统策略的建立，追求无我，这是从客观对象的实际出发。

巴菲特认为只要公司具有市场专利，而且管理层能干，并且股票市场并没有过高地估计公司的股票，则可以长期持有这家公司的股票。尽管有时候，股价会高得离谱，巴菲特还是不会轻易抛弃那些长期投资的股票，比如1987年的华盛顿邮报，政府雇员保险公司和大都会/美国广播公司就是这样的情况。虽然当时这三只股票都被严重地高估，但是巴菲特仍旧持有并没有卖出。因为这三家公司进入了巴菲特长期持股的名单。**巴菲特将股票分为长期持有和根据情况持有两种主要类型。长期持有的股票是巴菲特认为的战略性投资，通常是收益的主要来源，也是投资组合的最重要部分。**只有那些经过考察的公司才能从根据情况持有上升到长期持有。这些长期持有的公司被巴菲特称为"生命的部分"，比如华盛顿

长期持有类型着重看商业特征，根据情况持有类型着重看估值变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





邮报公司、政府雇员保险公司、大都会/美国广播公司以及可口可乐公司，这四家公司成为巴菲特的制胜法宝，通过长期持有这四家公司巴菲特得以成为世界股王，如果不是近年来捐出了个人85%的财产，巴菲特很可能成为世界有史以来第一个资产过千亿的富翁，当然前提是自由市场经济下的第一个千亿富翁。

巴菲特坚持长期投资主要是受到两个人的影响，一是格雷厄姆，他让巴菲特明白“市场先生”在短期内是变化无常的，为了使得价格回归价值中枢，投资者必须等待一段时间，格雷厄姆的利润来自静态价值和价格之间的“安全空间”，另外一个影响巴菲特的人则是费雪，费雪认为投资要长期持有股票，是因为那些处在高速成长的企业可以通过复利原理很好地回报长期投资者，费雪的利润来自动态的价值增值。相比较而言，**巴菲特持有的那些考察公司具有更多的格雷厄姆式特征，而巴菲特持有的那些长期投资公司则具有更多的费雪特征。**巴菲特对中石油的交易更多地是看到了其静态价值和价格之间的巨大差值，但是对于像可口可乐这样的公司，巴菲特则是看到其巨大的增值潜力。所以巴菲特的长期持股更多地受到了费雪的影响。

因地制流，具体问题具体处理。

长期持股一直被认为是价值投资者的专利，甚至有很多人认为长期持股就等于价值投资，这其实都是对价值投资的误会。首先，**价值投资者可能采取格雷厄姆式的投资策略，也就是寻找静态价值与价格之间的利润空间，在价格低于静态价值时买入，在价格高于静态价值时卖出，这时候的交易很可能非常短，特别是在有并购者介入立即抬升了股价的情形下，巴菲特的短线交易也经常在一两年内完成。**其次，技术流派中也有很多长期持股者，他们认为短线波动很难把握，同时利润微薄，手续费太高，而且人的情绪在短期内更容易受到影响，进而干预决策，所以技术分析中不乏长期持股者。长期持股是赚取稳定和高额利润的正确阀门，对于那些资金量较大的投资者而言持有期限相对较长。另外，**投资者都追**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



胜于易胜者！

**求一个确定性，价值投资的确定性来自价格回归价值中枢，而这一确定性在中长期才完全成立，所以不能够在短期内运用这一定律。**

无论任何投资方式都有其合理性和局限性，我们只有明晰了其前提，才能做好交易，才能正确地运用这一方法。巴菲特将集中持股、长期投资和市场性专利结合起来通过复利原理获得了成功，格雷厄姆则通过安全空间和分散投资取得了成功，后者的方法类似于会计精算，通过分散投资来捕捉大概率事件的收益，规避小概率事件的风险。像海龟交易者则通过突破交易系统把握了市场价格的趋势运动，在国际期货交易中占据一席之地。每个流派的投资者中都有少数成功的和大量失败的，价值投资者必须严守“安全空间”的法则才能成功，而技术投资者必须恪守“顺势而为”的法则才能成功，无论哪一派的交易大师都是以“生存第一”和本金安全为根本前提的，然后通过各自的方法捕捉大概率事件规避小概率风险，长期累积下来通过“复利原理”获得大量的利润。巴菲特看到了市场情绪对交易者的影响，同时认为短期内的市场获得不能人为在概率上进行把握，所以他采取了长期式的价值增值投资，他的方法是建立在他对金融市场的认识上的。**人确实有情绪，短期内交易会极大地引发人的情绪波动，同时影响人的决策，不过技术交易者通过机械交易系统和严格纪律来约束人的这一缺陷。**对于短期波动的不可把握主要在于人们用预测和确定性的思维来寻找短期波动的规律，这使得短期交易走入了死胡同，但是如果将技术分析仅仅看作概率工具，同时将心理学与技术分析结合起来，不是恰好能够利用“市场先生”的坏脾气吗？即使是一个反复无常的人，在明白其性格特点之后也可以很好地理解其大多数行为。其实，无论是格雷厄姆还是巴菲特都还是利用了市场情绪波动造成的机会，正是由于市场情绪波动使得价格偏离了价值，这才为格雷厄姆式的投资创造了机会。随着行为金融学和技术分析的发展，我们应该可以看到对市场情绪的更

明白方法的短板所在，提前一步封堵！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





加深入的把握，但是无论如何巴菲特反对预测思维的主张是正确的。如果投资者相信他能预测市场，无论是价值投资者还是技术交易者都已经开始违背了市场的规律，其自信心使得对错误的防范意识下降，将安全空间和顺势而为的概念抛到脑后。

最后，回到正题做一个总结：长期投资的神奇结果来自“复利原理”的作用。

（3）如何使用复利原理。

在这里笔者要谈谈如何使用复利原理，成为一个成功的长期投资者。要获得巴菲特的成功秘诀需要从市场专利和长期投资角度出发，而复利原理则是巴菲特成功的公式。**复利原理告诉我们可以通过两种方式来累积财富，一是提高复利水平，二是通过延长持有年限。**

要提高复利水平，格雷厄姆、费雪和彭博给出了不同的思路，而巴菲特的伟大之处在于将所有这些方法融会贯通起来。现在来分别看看格雷厄姆、费雪和彭博三位大师给了巴菲特什么样的复利魔方。格雷厄姆认为要提高复利水平主要办法是三个：第一要遵循“安全边际”或者说“安全空间”法则，在价格低于价值时买入，在价格高于价值时卖出，这种策略使得投资者可以打败市场，而之所以能够打败市场又在于第二个办法，那就是不要受到“市场先生”的影响，不要轻信传言，“市场先生”的变化无常为格雷厄姆式的投资者创造了安全空间，进而可以获利；第三个办法则是分散投资，由于格雷厄姆式的方法建立在保险精算的基础上，他本人就任职于一家保险公司，这对他的思维一定产生了重要的影响，所以通过分散投资他可以避免小概率时间的风险，获得大概率下的利润，格雷厄姆这样做一是避免了估值错误，二是防止价格对价值在特殊情况下一直呈现背离而不回归，三是避免静态价值发生变化从而**影响价格的回归。费雪提高复利水平的方法主要是通过研究公司特质和管理状况，以及销售和利润水平来把握公司的动态价值，通过集中于少数公司的研**

格雷厄姆提高复利水平的三个方法：第一要遵循“安全边际”或者说“安全空间”法则，在价格低于价值时买入，在价格高于价值时卖出；第二不要受到“市场先生”的影响，不要轻信传言，“市场先生”的变化无常为格雷厄姆式的投资者创造了安全空间，进而可以获利；第三要分散投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**究提高成功概率，规避风险，通过把握那些动态价值过程，费雪可以利用公司的成长来获得较高的复利水平。**而彭博提出的“市场性专利”原则则是巴菲特最擅长使用的方法，通过寻找那些具有持续竞争壁垒和优势的企业，彭博式的投资者可以一直保持高于平均水平的复利回报。**巴菲特将格雷厄姆、费雪和彭博三人的方法结合起来进行使用，他抽取了格雷厄姆关于“安全空间”的观念，费雪关于“集中投资”和关注公司经营的观念，以及彭博关于“市场专利”的看法。**通过安全空间、集中投资以及找出那些具有市场性专利的公司，巴菲特极大地提升了其年复利回报水平。这就是巴菲特提高复利水平的方法，每个人都可以找出适合自己的方法，不一定要完全照搬巴菲特的方法，就如巴菲特本人一样，他并没有照搬格雷厄姆和费雪的方法，而是从他们的方法中抽取适合**自己的那一部分。**

任何成功的方法都是符合客观规律的，同时也是符合主观特点的。

根据“复利原理”，一个投资者除了提高自己的复利水平，还可以通过延长持有年限来做到这一点，简而言之就是坚持长期投资。那么如何坚持长期投资呢？巴菲特从格雷厄姆那里知道了“市场先生”的反复无常，并遵从了格雷厄姆强调耐性的教诲，更为重要的是他采用了“远离市场”的法则，**通过减少与市场的接触时间，巴菲特避免了被“市场先生”催眠，通过隔离自己与市场，巴菲特避免了买进和卖出的冲动，在美国中部一个金融业不发达的城市开立自己的投资合伙事业，这就是巴菲特的英明之处。**“远离毒品，珍惜生命”，这反映了人类的明智，**与其过高地估计自己抵御诱惑和冲动的能力，不如远离诱惑所在。**“远离市场，珍惜本金”，这句话应该形象地描述了巴菲特在奥马哈**开创基业的原因。**

与其过高地估计自己抵御诱惑和冲动的能力，不如远离诱惑所在。

运用“复利原理”主要从两个因素出发，你可以根据自己的特点开发出自己的复利运用心理程序。“以无法为有法，以无限为有限”，李小龙以哲学武士的口吻告诫一切渴望成功的年轻人应该不拘一格，找到适合自己的方法，对于前人的方法一定要知其所以然，搞清楚每一种做法背后的原因，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





有这样才能破除一切无用的框架，**找到核心所在**。巴菲特的一切招式都要研究，琢磨透背后的理由，只有知道巴菲特为什么这样做才能真正成为一个巴菲特式的投资者，甚至是超越巴菲特的投资者。伟大的投资者总是为更伟大的投资者建立基础，提供资粮。格雷厄姆造就了巴菲特，费雪造就了彼得·林奇，**所有伟大者之后必有更伟大者**，否则宇宙就不是螺旋式上升的了，造物主也就枉费心机了。

实现自我是一件非常重要的事情，我的个人建议是希望人们去实现自我，而非实现自我形象。我希望他们去向内在观照自身，以诚实表达自己。
——李小龙

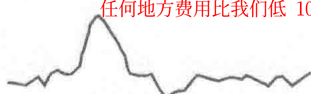
（4）知道何时卖出。

长期投资法最为关键的一步是知道如何卖出，因为什么时候卖出最终决定一项投资是否成功，是不是持有了足够的期限。**长期投资的原则是尽可能地长，延长投资期限是为了获得较高的复利水平收益，是为了赚足，而不是没有原则地固守一笔头寸，不管当初投资的条件是否已经发生根本性的变化**。每一个伟大的投资者都会有明确的卖出法则，巴菲特也不例外，他是根据自己的价值投资原则来做到这一切的。完整的交易一定是由买进和卖出组成的，不过很多交易新手和那些交易多年但仍旧整体亏损的交易者通常只知道花大量精力寻找入场点，却忽视了退出位置如何确定，这也是他们无法“赚足”的原因，很多交易者长期徘徊在短线交易的矛盾心态中，其中一个重要的原因是他们缺乏一个持仓的明确标准和条件，从而无法长期持有一个赚钱的头寸。**无论是价值投资者，还是技术派交易人士，对于出场点的判断都是最为关键的，没有好的出场点一个价值投资者不能成为真正的价值投资者，因为他无法运用长期投资的优势，没有好的出场点一个技术交易者也不能成为一个真正的技术交易者，因为他无法让利润奔腾**。“会买的是高手，会卖的才是师傅”，我们翻看国内的股票交易书籍，最为重要的一个特征就是只讲什么情况买入，却不讲买入后什么时候卖出。不管一个投资者在进入一项交易时花了多少心血进行研究，如果他无法确定一个可以最大化利润的出场标准，那么他很可能从一个预想中的长期投资者变成一个实践中的短期胡乱交易者。**如果**

招式是死板的，行为是机械的，原理才是放之四海皆准的。

关于进场，我们花了最多的时间，对于出场我们却很少去系统地思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**不确定一个良好的进出法则，则一切先前的分析都不足以保证你成为一个长期投资者。**

在持有头寸的过程中，交易者会面临千奇百怪的情况，每种情况对于交易者是否继续持仓都是一个考验，那些没有明确卖出标准的交易者很快就放弃了抵抗，屈从于市场的诱惑，很快就卖出一个原本打算长期持有的头寸。一次长期投资一下子就变成了短期交易。相反，那些成功的交易者，无论是哪个流派的，对于何时卖出都有明确的标准，该卖时绝不拖延，该持仓时绝不动摇。通过坚定地持有那些盈利的头寸，价值投资者让长期投资的威力发挥效应，而技术交易者让利润奔腾了起来。巴菲特的卖出条件与成功的技术分析人士的条件肯定不同，但是这并不妨碍两者同样有效。

当前提被证伪后，我们应该立即采取行动认错。

通常而言，**一个根据价值投资原则进行操作的投资者会因为下面的四个原因卖出某只股票：**

- 公司的基本面出现了根本性的恶性变化。
- 股价高于其价值太多，即使公司保持乐观的发展态势也无法在合理期限内追上股价的高涨。
- 买入这只股票的理由已经不存在，或者当初买入这家公司时忽略了某些关键性的因素。
- 有更高回报的投资机会急需资金。

巴菲特不断通过其进行价值投资时采用的法则来衡量其持仓对象，他经常根据自己的几个买卖条件来进行决策。2000年左右，巴菲特卖出了迪士尼的股票，主要是因为迪士尼大举地浪费企业的利润，用来投资一些网络项目，巴菲特对管理者的理性和独立思考能力产生了怀疑，同时对公司的多元化战略保持谨慎，所以巴菲特卖出了迪士尼的股票。巴菲特的选股标准我们在这里有必要提出来，因为巴菲特是根据选股标准来决定买进或者卖出一只股票的。在巴菲特看来那些不值得持有的股票就是需要卖出的股票，如果持有一只不符合选股标准的股票，就需要卖出，如果还没有持有这样一只不符合要求的股票，就不要介入了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特根据四大类准则来决定股票的买进，同时也决定股票的卖出。第一项准则是**商业准则**，包括三个关键的项目：

股票的本质是商业，这是投资者的根本观点。股票的本质是筹码，这是投机者的根本观点。

● 公司的业务是否简单明了，这一法则保证了投资对象处在投资者的“能力范围”之内。

● 公司是否具有持续的经营历史，这保证了公司的竞争优势是持久的，其业绩并非昙花一现。

● 公司的前景是否良好，这主要是根据费雪的成长性要求提出的。

第二项准则是管理准则，也包括三个关键的项目。

● 高级管理人员是否对股东坦诚，这关系到公司的信息是否能够准确传递到股东那里，如果管理者对于股东并不坦诚，则股东就需要自己从那些带有欺骗性的财务报表中找出真实的信息，投资者的风险增加了不少，也为此消耗了不少精力。

● 高级管理人员是否能够抵御住群众性的癫狂，能够理性地处理公司的利润。

● 高级管理人员是否独立进行业务定位，不屈从于行业的普遍做法和潮流。

第三项准则是财务准则，包括四个关键项目：

● 不要仅仅关注每股收益，因为这只是一个绝对值，一个较大的每股收益如果是用了更多的资本才取得的，那就表明这家公司其实并不怎么样，考虑股权收益率更为有用。

● 计算“股东收益”，看看其水平与同板块的公司相比较如何。

● 公司的利润率要足够高才行。

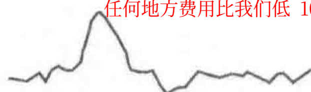
● 确保每一美元的留存收益创造了更高的市场价值。

第四项准则是市场准则，包括两个关键的项目：

● 公司的内在价值是多少。

● 目前的价格是否已经高出公司的内在价值很多，此时则应该避免介入这只股票或者是考虑卖出这只股票；如果目前的价格低于公司的内资价值很多，则可以考虑买进或者继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





续持有。

我们来具体解释一下这四项准则的子项目。

业务简单明了是费雪传授给巴菲特的东西，在巴菲特早年的时候分析那些财务报表复杂的公司，从而找出隐藏价值，是其一大兴趣，随着几次投资的失误，巴菲特开始对那些从复杂报表中找出公司的办法产生了怀疑，随后遇到了费雪。费雪早年的时候也无视是否熟悉一项公司的业务，介入了太多的公司，此后他痛改前非，坚持只投资于少数企业，这样可以保证对这些公司的了解。巴菲特从费雪那里学到了“能力范围”法则，要求投资对象业务简单明了，恰好使得投资者能够很好地胜任于对其的分析。如果你是一位基本面投资者，却对于一家公司如何经营不甚了解，那么你就不应该投资这家公司，因为这家公司处在你的“能力范围”之外。如果你持有一家公司的股票，但是它却将业务发展得越来越复杂，进行了多元化，此时你感到无法把握这家公司的业务，其业务变得复杂而难懂，这样你就最好考虑卖出这家公司的股票。

拉长历史的视线可以让我们更加明智。

公司具有持续的经营历史，至少在5年以上，巴菲特则要求更久，他长期持有的那些公司都有几十年以上的经营历史。**格雷厄姆认为要对尽可能长的财务报表进行研究，而费雪则告诫投资者一定要研究公司足够长的经营历史。**无论是格雷厄姆还是费雪都坚持从长期的视角来考察公司，这种辩证思维方式在一切成功的投资大师身上都有明确的体现，甚至包括那些成功的技术分析大师，他们总是强调要回顾过去的价格变化，要通过更高的时间框架洞悉全局，判断趋势。通过考察较长时期的经营历史，可以避免对那些暂时深陷麻烦的公司估计过于悲观，对于那些暂时兴旺的公司估计过于乐观。巴菲特最常用的方法就是利用那些长期保持较高股权回报率公司的低谷时期买入，这有点近似于彼得·林奇的起死回生型投资，不过后者的情况要更加严重。

公司具有良好的前景，这条法则绝对不是格雷厄姆交给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





巴菲特的。格雷厄姆在早期投资中还要兼顾一下公司的前景，但在经历了1929年的股市崩盘之后，对于预期分析法抱有非常大的怀疑，这使得他的价值投资体系基本上是基于静态价值，也就是有形资产。为了避免买到那些前景糟糕的企业而带来损失，格雷厄姆采用了分散式的投资方法，这种方法利用了保险精算的思想，现代的正统投资理论就是延续了格雷厄姆当初的思想。但是，巴菲特却采用少数投资的方法来使用格雷厄姆的方法，这使得巴菲特的投资绩效非常不稳定，处于困境中的巴菲特遇到了查理·芒格和费雪，费雪强调“集中投资”这恰好符合了巴菲特的个性，同时**费雪提供了两种方法保证集中投资下的盈利，一是“能力范围”法则，这使得投资者通过更多的公司经营而避免集中投资的风险；二是注重成长性，通过企业增值，发掘无形资产的价值而获利，这与格雷厄姆的有形资产投资法存在很大差异，不过巴菲特既没有费雪那么激进，也没有格雷厄姆那么保守，在西部学者和东部学者之间，巴菲特这个中部的学生找到了均衡点。**正因为巴菲特没有费雪那么强调成长性和前景，所以传记作家普遍认为巴菲特更像格雷厄姆，而林奇则更像费雪。

中庸之道是长治久安的王道！中华文明几千年来能够屹立不倒根源在于我们的哲学思想更胜一筹！

高级管理人员的品格和态度部分决定了公司的成长性，这基本是费雪教给巴菲特的东西。格雷厄姆很像现代的那些投资理论派，沉迷于资产分散和财务分析，而费雪则告诫投资者要去做调查，很多人认为费雪的方法是打听小道消息，其实这完全是对费雪的误解，费雪的调查绝非盲从那些毫不相关人士口传的消息，这些消息通常都是不可查证来源的。**费雪交谈的对象都是与要分析的公司直接相关的人士，比如竞争对手，公司的高级管理人员，公司的雇员和客户等，而非某个股票交易者和小报。**不管是巴菲特还是林奇都把费雪的这一教诲铭记在心，并身体力行。但是相比较而言，林奇将费雪的调查投资法发挥到了极致，看看他的三本著作就知道了，我们在第四章会详细地分析林奇的“信息优势”法则。对于管理人员，巴菲特有三个要求：第一，管理人员必须理

没有调查就没有发言权，这其实算得上是费雪的座右铭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特也是看人高手，价值投资不只是看商业模式，还要看人！

性地分配资本，不要浪费股东的资金；第二，管理人员要坦诚地对待股东，对于自己的管理失误要勇于承认；第三，管理人员不能屈从于大众的观点和行业的潮流，注意是潮流而不是趋势。巴菲特在管理伯克希尔·哈撒韦公司的时候就身体力行了这些法则，在选择华盛顿邮报和政府雇员保险公司时，巴菲特也正是看中了其高级管理者的这些特质。

巴菲特所使用的财务准则对于那些没有接触过会计基础知识的人而言理解起来比较困难。股权回报率，又称净资产回报率和股东权益报酬率，它是净利润除以股东权益或者说净资产。但是，很多投资者是采用每股收益来衡量公司的绩效的，如果每股收益持续提高则投资者认为这家公司的经营有了很大的进步，业绩有了很大的提高，但是每股收益是一个绝对值，通过更多的资本投入也可以创造较高的每股收益。无论是巴菲特还是追随巴菲特的晨星公司都提倡采用股权回报率来考察公司的财务和经营绩效。巴菲特知道很多公司的管理者都惯于用每股收益来误导投资者，比如宣传每股收益创下了新高，其实很可能公司每一块钱资本的盈利能力是在下降的，但是由于绝大多数投资者只看重收益的绝对值，所以容易被这类数据所误导。巴菲特认为股权回报率较每股收益更能衡量企业的经营绩效，这一指标将追加资本和留存收益再投资考虑进去了。

巴菲特非常注重现金流，晨星公司也特意将自由现金流和股权回报率结合起来使用。巴菲特喜欢那些现金流流入多于流出的公司，也就是那些拥有充足自由现金流的公司。巴菲特使用“股东收益”来衡量现金流的变化，所谓股东收益就是净收入加上折旧和摊销，然后减去资本支出，这有点类似于自由现金流的计算。

另外，巴菲特还特别注重利润率，那些具有较高利润率的公司通常能够引起巴菲特的注意，巴菲特会深入研究这类公司的利润水平能否长期保持，则又会涉及长期竞争优势和市场专利方面的问题。利润率与成本密切相关，巴菲特对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





成本非常重视，那些能够很好节约开支和控制成本的公司都能得到巴菲特的赞赏。

对于留存收益，巴菲特认为这是检验管理者是否明智和再投资是否恰当的一个较好指标。从公司的净收入当中减去红利，剩下的就是留存收益。**公司能否恰当高效地使用留存收益是巴菲特非常关注的一个问题，那些大手大脚花钱的管理者，巴菲特是极其厌恶的。**如果一个公司的每一美元留存收益没有创造出更高的价值，则表明管理者在资金运用上存在严重的问题。**对于多元化经营，巴菲特一般不看好，特别是一些管理者缩减红利，留存大量的收益于多元化，这是巴菲特最不想看到的。**

巴菲特会怎么看“乐视”的多元化呢？

上述商业准则、管理准则和财务准则主要从选择公司的角度考虑，而市场准则则直接涉及是否买入或者卖出的决定。

公司的估值对于巴菲特的买卖决定非常关键，特别是买入决策。巴菲特通常将公司的预计现金流除以美国 30 年国债利率得到一个估值。这就是公司大致的内在价值。他这一方法主要来自约翰·威廉姆斯的现金流贴现法。

在估算出公司的内在价值之后，巴菲特就要根据公司价值与股票价格的差值来决定是否买入或者是卖出某只股票。如果股票价格远远低于公司的价值，而且公司的管理和财务都比较看好，那么这就是一个买入的时机；如果股票价格远远高于公司的价值，而且公司的管理和财务没有看上去那么好，则这可能是一个考虑卖出的时机。

巴菲特的长期持有是建立在明确的卖出法则之上的，而他的卖出法则与买入法则是一致的，主要包括四个方面的内容：商业准则，管理准则，财务准则和市场准则。巴菲特买进还是避免介入，继续持有还是卖出都是依据一个统一的规则，上面的四大准则就是对巴菲特规则的一个概括。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 第六节 巴菲特的智慧法则五：远离市场

平凡的人使自己屈从于外在世界，特立独行的人则坚持外在世界应该为自己所改变，因此人类的所有进步都是由那些特立独行的人做出的。

——萧伯纳

股票是个情绪波动很大的家伙。

——本杰明·格雷厄姆

(1)“市场先生”和旅鼠。

世界上那些能够享誉天下的投资大师都有特立独行的一面，巴菲特也不例外。一个25岁的有为青年却回到一个美国中部的小城开始自己的投资生涯，这简直难以想象。对于那些梦想在金融事业上有所建树的投资者而言，纽约和华尔街是最好的立足点。巴菲特放弃了老师格雷厄姆的挽留，执意回到一个金融业落后的中部城镇开创基业。20世纪下半叶的美国，有两个人是如此个性鲜明，连那些本来就足够独特的成功者也相形见绌，一个是巴菲特，另一个是沃姆·山顿。这两人都是从偏僻之处建立了傲人的商业帝国，沃尔玛和伯克希尔·哈撒韦公司可以说特立独行者在商业世界树立的凯旋门。**沃姆·山顿的小镇战略是基于一种动机不对称，那些实力强盛的零售商根本看不上农村和郊区的市场，同时他也具有一种实力不对称，因为那些毫无实力可言的本地杂货铺根本无法与自己的小卖场竞争，沃尔玛就在一种极具破坏性创新的基础上建立起来了。**那么，巴菲特又是如何在美国中部这个金融落后之地建立起了伯克希尔·哈撒韦帝国呢？**巴菲特其实知道他自己的最大优势就是可以避免大众情绪和市场价格的干扰，“远离市场”使得巴菲特可以更好地遵循格雷厄姆的**

亚主流才是未来的主流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**理性分析路径，**也可以使得巴菲特处在费雪所谓的“能力范围”之内，毕竟一个人的分析能力往往会受到周遭事务的影响，情绪波动会影响一个人本来的能力范围，使得其疆界模糊和变小。

买卖股票涉及心智功能，而情绪会影响心智的正常运作，这些是格雷厄姆教给巴菲特的经验之谈，同时格雷厄姆还让巴菲特学会通过紧密计算来控制自己的情绪。不过巴菲特走得更远，他通过在一个偏远之城进行业务运行来避免华尔街的干扰。巴菲特从 25 岁之后，一直刻意处于华尔街引发的情绪之外，因为能够很好地控制自己的情绪，进而做出理性的分析。

恐惧和贪婪，每个做金融交易的人都对这些用词耳熟能详。在金融市场上，情绪发挥的影响往往在短期中占据主导，情绪波动导致资金的流入流出，导致对股票供求的急剧变化，这些使得价格不断呈现出脱离价值中枢的运动，而这些运动则给像巴菲特这样的价值投资者带来了机会。无论基本面投资还是技术类投资，所有交易人士都一致赞同市场在短期内为情绪所主导，围绕价值的运动也呈现出矫枉过正的特点。当交易者不顾公司的价值中枢而追逐某些股票时，经常使得这些股票市盈率过高，这时候贪婪占据了这些投资者的心智；当交易者因为恐惧而卖出那些基本面良好的股票时，消极的情绪完全压过了投资者的理性。但是，巴菲特同格雷厄姆一样，相信价格在中长期内一定会向价值中枢回归。不光是巴菲特具有这样的看法，索罗斯同样有类似的思想，两人一直并称于全球金融界。索罗斯认为人的情绪和决策会影响金融资产的价格，而资产价格反过来又会强化先前的情绪和决策，从而形成一个自我强化的过程，但是到了某一临界点，这类自强化运动会突然崩溃，从而做反向运动，索罗斯将心理与资产价格的相互左右称为“反身性”，我们在本书的最后一章将会谈到，这里是结合巴菲特的共同点进行一个横向的融贯，使得大家对各位大师的联系有所了解，只有把握大师之间的异同才能更好地理解大师的思想特色和成功之处。

巴菲特之所以要远离市场，最为主要的是投机思维和情绪主导着证券投资者，巴菲特远离市场最为主要的是远离那些投机倾向的干扰。格雷厄姆曾经向巴菲特强调过投机和投资的区别，他说投机者和投资者的最大区别在于投机者企图预测证券价格的动向，然后从中获利，而投资者在低于价值的价格买入资产，在价格高于价值时卖出资产。格雷厄姆认为成功的投资者是那些从容淡定，具有耐性的投资者，一个投资者要战胜的是自己的情绪和冲动，而市场往往是引诱投资者犯错的主要因素，那些投机者之所以失败主要是因为他们离市场太近，从而无法做出理性的决策，盯着价格的波动，使得他们被市场催眠，从而做出有违投资法则的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





**格雷厄姆认为一个投资者需要具备两个条件才能抵御情绪的影响：第一个条件是采用定量化的理性手段来分析股票，比如会计和财务分析方法；第二个条件是远离市场和投资人群。**格雷厄姆告诫巴菲特，即使他掌握了定量化的分析手段仍然不能保障内心的平衡和理性，因为情绪很容易受到市场波动的影响，这时候定量分析反而可能助纣为虐。在掌握了理性分析方法之后，投资者仍然需要战胜自己的情绪。

要战胜自己的情绪，最好的办法是远离市场。格雷厄姆以“市场先生”来比喻证券市场的极端无常。巴菲特曾经专门在年报中将“市场先生”一词和盘托出，从此这一格雷厄姆的遗产在全世界投资界变得家喻户晓。巴菲特的原文很长，但是我们即使不看其原文的解释，也能大致掌握“市场先生”的含义：**那就是证券市场是一个为情绪主导的地方，在短期内根本看不到理性的反应和运动，如果能够避免市场的消极影响做出理性决策，则市场的周期性歇斯底里反应反而成为了价值投资者最好的买卖时机。**巴菲特在年报中不断提醒股东，要想做出合乎理性的投资决策就必须使自己免受“市场先生”的袭扰。巴菲特采用的方法就是远离市场。

人的精力有限，因此在判断的时候会走捷径，而跟随众人就是其中的一条捷径。

格雷厄姆和巴菲特各自举了一个例子用以说明金融市场上的情绪是如何传染的，而其中的**群体行为是多么的不理智。**格雷厄姆讲了一个石油勘探者的寓言。一个石油勘探者死后来到了天堂的大门之外，却发现很多人已经挤在了里面，一看全部都是石油业的从业者，他有些心灰意冷，这时候圣彼得出现了：“你虽然应该进入天堂，但是这里实在装不下了。”但是，这位石油勘探者并没有完全死心，他恳求圣彼得给他一次机会，他希望能够对那些挤在天堂中的石油从业者们说一句话。圣彼得点了点头表示允许，于是这个石油勘探者大声喊道：“地狱发现了石油！”听到这一声大喊，所有的石油从业者都一窝蜂地从天堂挤了出来。这时候圣彼得让这位石油勘探者进到天堂里来，他想了想回答道：“谢谢，我觉得还是跟着那群人走比较好，说不定地狱真的有石油。”中国有个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





寓言提到过虚假传言听上三遍就会让人信以为真的现象，这个石油勘探者的寓言则告诉我们群体行为和思绪的传染性是非常大的。

巴菲特则在股东大会上讲了一个关于旅鼠的故事。旅鼠是纬度较高地区的一种鼠类，之所以称为旅鼠，是因为它们有集体迁徙的天性。通常情况下，旅鼠在春季进行迁徙以便寻找新的栖息地，但是每隔三年左右，就会发生一些异常的迁徙现象。这时通常是由于大量繁殖的旅鼠使得它们大规模地移动，不管途中遇到什么障碍，这些小动物都会想办法穿越，甚至会向那些天敌挑战，这些迁徙者最后会集体跳入海中，直到筋疲力尽而死。动物学家们认为，这是由于大量繁殖产生了生态压力，使得旅鼠的内分泌出现异常，从而形成了群体自杀现象，这也是旅鼠长期进化中对生态压力**演化出的自动反应机制。**

巴菲特认为那些在大机构工作的专业投资人士和基金经理的行为也与旅鼠差不多，存在一种集体性的自毁倾向。这些平日里极其聪明和理性的高智商人士，往往会屈从于金融市场的消极影响和群体行为。著名的群体心理学鼻祖之一**勒庞**发现，高智商的人处在一群人当中，其决策能力和理想思考能力也会出现明显的下降，群体的智商往往会拉低到群体中智商最低那人的水平。

巴菲特认为要利用复利原理的威力，就要坚持长期投资，而要坚持长期投资及就必须远离市场。巴菲特的长期持有策略与绝大多数投资者的做法背道而驰。每当市场出现了一些传言和异常波动，大量的投资者无论是机构投资者还是普通投资者都会迅速买卖股票，他们这样的操作往往不是依据公司的内在价值。他们的行动就像旅鼠一样，出现一种群体自毁的倾向。短线交易必定是一个亏的人比赚的人多的市场，因为在短期内，交易者的盈亏都是来自另外一方，同时经纪人和政府还要征收各种佣金和赋税，但场内的资金是有限的，即使价格不发生波动，交易者也会因为税费而出现亏损，所

很多社会现象其实都可以从基因和进化论的角度得到有效的解释。

古斯塔夫·勒庞（1841年5月7日~1931年12月13日），法国社会心理学家、社会学家，群体心理学的创始人，有“群体社会的马基雅维里”之称。勒庞最著名的著作《乌合之众：大众心理研究》出版于1895年。他认为人群集时的行为本质上不同于人的个体行为。群集时有一种思想上的互相统一，勒庞称之为“群体精神统一性的心理学定律”，这种统一可以表现为不可容忍、不可抵抗的力量或不负责任。在群集情况下，个体放弃独立批判的思考能力，而让群体的精神代替自己的精神，进而，放弃了责任意识乃至各种约束，最有理性的人也会像动物一样行动。群集时还会产生一种思想的感染，使得偏者和群众的无意识思想通过一种神秘物作用要理互相渗透。勒庞总结说，当它成为集体时，任何一种虚弱的个人信念都有可能被强化。勒庞的思想对分析社会心理学产生了较大影响，同时也成为现代意识形态研究中不可或缺的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以必然是亏钱的人多于赚钱的人。但在长期内，由于投资者的收益主要来自公司收益的增长。短期内市场必然是输家多于赢家才能维持那么多中介机构和服务机构的运作，因为这些机构的收入都来自交易者的佣金支出。就像旅鼠要群体自毁以规避生态压力一样，短期投资者们也有群体自毁倾向，只有这样那些券商和交易所才能生存下来，如果一个短线市场上赚钱的多于亏钱的，而且能够兑现盈亏，则交易所和券商的收入肯定是负的，那么证券市场将不存在。

巴菲特认为大多数专业投资者的业绩乏善可陈主要是因为他们身处在市场中，受到了市场波动和群体思绪的干扰，从而做出了群体非理性的投资决策。我们引用巴菲特年报中的一句话："绝大多数机构投资者和专业投资者根本没有努力思考，他们存在一种懒惰的倾向，他们像傻子一样进行决策，往往这类决策只算得上是盲从别人的模仿而已。这些人的个人得失心太重了，总是瞻前顾后的。如果他们选择了一个特立独行的行为，他们就需要背离群体的选择和行为。如果这次行为的结果不错，则他们得到的奖赏不会太多，但是如果这次行为失败，后果就会非常严重。在华尔街职场中能够长期生存下来的人，都学会了选择那些标准的大众做法，这样即使做错了也不会受到指责。旅鼠的行为非常不理性，但是没有一只旅鼠认为它们是不理性的。"

（2）费雪两父子。

格雷厄姆开创的定量分析和分散投资法现在已经占据了投资理论和投资实践的主导地位。不管公司的经营实际，不愿花大量时间进行实地调查，坐在办公室中分析财务报表，然后利用资产组合来分散投资，格雷厄姆当年创立的方法已经被现在的投资学完全极端化了，而且走入了一个死胡同。幸好巴菲特后来遇到了菲利普·费雪和查理·芒格，就此与那种办公室式的投资分道扬镳，将格雷厄姆的精华保留下来。**现在的主流投资理论和机构投资者虽然学到了格雷厄姆的外在招式，就是定量财务分析，但是却遗忘甚至抛弃了格雷厄姆的"心法"：远离"市场先生"，保持独立思考。**华尔街的人将定量分析的遗产照单全收，对于市场情绪和群体盲从的论述却搁置一旁，那些机构投资者中的卓越不凡之人毕竟是少数，而林奇正是这样的人。无论是林奇还是巴菲特，都因为受到了菲利普·费雪的教诲而避免了踏上主流机构投资者们的死路。菲利普·费雪认为投资者们经常由于离市场太近而注重价格和纸面上的东西，又由于离实际太远，不愿调查而忽略了公司质量和管理层的素质。格雷厄姆教诲巴菲特要远离市场，而费雪则教诲巴菲特要亲近公司。但是现在的主流投资者由于接受费雪的教诲不多，所以连远离市场都很**难做到。**

费雪提出了能力范围相关的理论，这一理论告诫投资者要亲身去研究一家公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





方方面面，正因为要花时间去研究公司运营，而不是只关注市场价格和公司财务，这才使得巴菲特不得不远离市场。试想一个成天关注财务报表和股价运动的人能有多少时间去做实地调查，去访问公司的管理者、竞争者、员工及客户。每当股市开盘的时候，交易者就需要盯住价格运行，为价格的上下起伏而心潮迭起，这样一个投资者能够远离市场吗？能够亲自去实地花费大量时间和精力全心研究一家公司的方方面面吗？当然不能。

菲利普·费雪认为，投资者们经常由于离市场太近而注重价格和纸面上的东西，又由于离实际太远，不愿调查而忽略了公司质量和管理层的素质。格雷厄姆教诲巴菲特要远离市场，而费雪则教诲巴菲特要亲近公司！

格雷厄姆的远离股市与费雪的亲近公司是两种不同程度的投资过程。仅仅远离股市，只能保持投资者的心态平和而已，未必能找到能够值得投资的对象，同时仅仅是形式上远离市场未必能保证投资者不“身在曹营心在汉”，而费雪则成功地解决了这一问题，通过将空出来的注意力集中于公司经营，则一个费雪式的投资者可以比格雷厄姆式的投资者更能远离市场。

菲利普·费雪提供了一条比格雷厄姆更为彻底的远离市场之路，这就是亲近公司，无论是巴菲特还是彼得·林奇甚至费雪之子都很好地走上了这条道路，并且取得了不俗的成绩。沃伦·巴菲特、彼得·林奇和肯尼斯·费雪在 2000 年跻身于美国最伟大的 8 位在世投资者之列。格雷厄姆远离市场的方法还不够坚决，他最主要的手段是数量分析，正是因为这样证券之父的现代后裔们都陷入了倒退的境地，因为他们已经习惯了格雷厄姆式的办公室投资法，而且由于办公室中，办公室之间你往我来使得这些人早就把格雷厄姆关于“市场先生”的言论弃之脑后了。正是由于菲利普·费雪更为坚决地远离市场，这才使得今天的巴菲特、林奇没有遗忘格雷厄姆的“市场先生”论调。

肯尼斯·费雪是菲利普·费雪的三个儿子之一，也是父亲衣钵的唯一传人，其父亲 65 岁时，肯尼斯·费雪才进入证券投资界。肯尼斯·费雪是一个与父亲一样特立独行的投资者，他以公司实际运营为主要研究对象，对于市场的波动高度免疫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1973年肯尼斯·费雪开始了自己的独立投资生涯，他开办了费雪投资公司，这家公司处在加利福尼亚州的伍德塞得，这里有一大片森林保护区，这样就满足了他研究森林的个人爱好。通过森林，肯尼斯·费雪将自己与金融世界隔离开。肯尼斯·费雪习惯于将办公和居住地点选在森林附近，那是他年轻时候学习和热爱的事物。肯尼斯·费雪专门开了一个伐木收藏馆。从费雪将自己的投资事业帝国建在一个与世隔绝的地方，我们可以看见他身上有着与巴菲特一样的因子，毕竟肯尼斯·费雪是菲利普·费雪的唯一家族传人，他的所做所言都在一定程度上反映了菲利普·费雪的灌输。

我们就用肯尼斯·费雪的一段名言来总结菲利普·费雪对巴菲特的影响吧，毕竟从肯尼斯·费雪的肺腑之言中，我们可以看出巴菲特同样的心声：**“在投资界中，无论是个人投资者还是机构投资者都有一种令我感到恐惧的倾向，那就是每个人的思考对象完全相同，而由此得出的结论也相差不远。要在大城市和金融中心建立其独特的投资文化是非常困难的。**因此，通过将费雪投资公司建立在僻静之处，我们更容易建立起独特而自主的**投资文化和行为。”**

投资的成败主要取决于你的眼光过人之处。

（3）特立独行者才能战胜市场。

从学术上而言，投资心理是非常重要的，从实践出发，投资心态是非常重要的。现在很多股民和股票书籍都在大谈“一个好的投资心态”，甚至还有书专门打出“炒股就是炒心态”这类惹人眼球的名字。但在实际的证券投资中，真正做到平心静气决策的投资者简直是凤毛麟角。巴菲特是其中的一位特立独行者，只有特立独行的投资者才能战胜市场。**特立独行者战胜了群体行为，同时战胜了内心的情绪波动。**

《礼记·儒行》：“其特立独行，有如此者。”

很多个人投资者都想找到一个保持好心态的秘诀，其实很多人之所以做不到一个平和的投资心态，做不到“活在当下”最为主要的原因还是自己不能战胜自己，胜己者，胜天下。一个战胜自己的人，**才能战胜市场。**

如何定义“战胜自己”？如何做到“战胜自己”？

普通人之所以不能战胜自己，最为关键的是不够独立，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





没有养成独立思维和行为的习惯。同时，那些不能战胜自己的投资者还习惯于站在行情屏幕前盯着看，习惯于与大伙一起谈论行情，习惯于往投资者最多**的地方挤。**

人多的地方竞争激烈，利润微薄！

基于著名的弗洛伊德主义和马克思主义，**佛洛姆**认为人具有天生的惰性，不想承担责任，所以具有"逃避自由"的倾向。从众可以使得投资者减少精力支出，同时可以避免承担亏损后对自尊的伤害。听从他人的投资意见，可以使得投资者在亏损时将责任推向外界，在盈利时则将功劳归结于自己。**在日常生活中，盲目从众不会造成太大的伤害，甚至还有好处，毕竟一个遵守社会习俗和大众行为模式的人面临的社会压力要小得多。但是在金融市场上，盲目从众则会带来致命的危害。**这类投资者往往不根据自己的独立思考来选择投资对象，金融市场可以将人类行为的结果瞬间反映出来，这使得投资者害怕马上看到如此直接的后果，所以很多投资者采取了盲从群体的决策和行为方式。无可否认的是，无论是旅鼠还是人类，**我们在群体中都会觉得安全。**股票市场将人类的天性放大了，无论是你恐惧还是贪婪，股价都会与你交流，并欺骗你的判断。著名的混沌交易大师比尔·威廉姆认为交易是人心的放大器，同时也是治疗心理异常的最好良药。不过他只说对了一半，因为很多人虽然从市场中看出了自己的心理异常，却并没有因此治好。**要想治好交易中的各类心理异常，需要从环境、行为、习惯、心态、价值观和信念一起入手。**只有在所有这些层面上取得了胜利，才能将盲从和心理异常赶出交易过程。只有在上述层面进行了彻底的改变才能得到一个令人满意的交易成绩。

佛洛姆（Erich Fromm，1900—1980 年）原籍德国法兰克福，1932 年佛洛姆赴美，随后定居美国，并且改入美国籍。他既是弗洛伊德的学生，又是马克思的信徒。佛洛姆十分重视对人与社会的关系的研究。他承认人的生物性，但更强调人的社会性，认为人的本质是由文化的或社会的因素而不是生物的因素决定的。他的思想融合了弗洛伊德的精神分析说和马克思的人本主义学说。

巴菲特没有学过神经语言程式学，但是他下意识地运用了其中的知识，通过在各个层面上实行格雷厄姆和费雪的主张，他成功地建立起来了健全的投资模式。我们就使用神经语言程式学的理论来模仿巴菲特的成功模式吧。

在环境层面，巴菲特采用了在空间上远离金融市场的措施，居住在美国中部的一个小城市，在办公地点中看不见关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乎短期价格波动的任何材料和设备。

行为层面，巴菲特不参与那些热闹的投资论坛和各类与当下投资决策相关的聚会活动。

习惯层面，巴菲特坚持关注公司，而不是股票价格，定期查看公司的基本面情况，而不是随时盯着股价的变化。

心态层面，从容淡定，对于大众的不理解保持淡然的态度。

价值观层面，听小道消息，在意市场传闻和大众看法是没有价值的，投资的成功取决于对公司价值的把握，所以财务分析和实地调查具有非常重要的意义。

信念层面，投资而不是投机，长期持有那些具有市场专利的公司。

NLP 是神经语言程序学（Neuro-Linguistic Programming）的英文缩写。NLP 主要的发现者是约翰·格林德和理查德·班德勒。格林德是世界最负盛名的语言学家之一，班德勒是一位数学家、完形心理学家和电脑专家。他们决定集两人之力去进行一桩模仿他人的研究，对象是那些在多方面都甚有成就之人。两人分析了一些成功的商人、医师和其他行业中的佼佼者，试图能从他们多年尝试错误后的成功中，归结出一些成功的模式。

我们建议本书的读者有空可以找些 **NLP** 方面的书来看看，从中学会如何掌控自己的投资模式，这种模式关乎身心各个层面。我想巴菲特已经从查理·芒格那里得到了类似的建议。

（4）远离市场与巴菲特投资步骤。

出版了《沃伦·巴菲特之路》一书的 R.G.海格史度姆对于巴菲特的投资法则有过很详细的归纳。我们这里根据他的描述将巴菲特的投资步骤与“远离市场”法则结合起来看。

巴菲特的投资步骤分为四步，这是 R.G.海格史度姆总结出来的，从巴菲特的年报和言论，以及过往的可查历史来看巴菲特实际采取的步骤与此没有非常大的差异。

第一步，远离股票市场。格雷厄姆告诫投资者要远离歇斯底里的“市场先生”，这促使了巴菲特从理念上认识到证券市场的非理性。股票市场是一个躁狂的年轻人，总是徘徊在极度乐观和极度悲观之间，无论如何这是一个处在青春期的青少年，保持着非黑即白的认知模式和行为模式。**巴菲特远离市场，这是为了避免被市场利用，同时也是为了利用市场。**市场希望所有交易者都交出更多的学费，而交易者们都希望从市场中分一杯羹。市场的癫狂经常为巴菲特提供低价买进优质公司的机会。要识别这些机会，就必须与市场保持一定

《孙子兵法·虚实》：“故善战者，致人而不致于人。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的距离。“旁观者清，当局者迷”，在证券投资中又何尝不是这样的情况？为了不被市场影响，同时也为了识别出那些市场提供的机会，投资者必须远离市场。这是巴菲特投资的第一个步骤，其他的步骤都是建立在此基础上的。

巴菲特在奥马哈这个小城市进行投资业务，他的办公室里面没有及时行情可以查看，这使得他可以避免陷入市场的催眠之中，要知道癫狂的股价和癫狂的群众都是让投资者陷入恶性催眠中的关键因素。通过回避那些能够引发短线交易冲动和非理性决策的因素，巴菲特可以长期持有良好的公司，而不会被市场引诱卖出。巴菲特在年报中给出了这样一段话：“没有必要天天查看我们手头持有的西斯和布朗鞋业公司的股价变化，股市的变动无法影响我们手头持有这些好公司的价值。”远离市场是巴菲特投资步骤的开始，从这里巴菲特就隔绝了外部的影响因素，他已经在环境层面上为自己创造了一个良好的因素。

第二步，不为宏观经济状况所困扰。除了金融市场本身的价格变动会影响投资者决策之外，媒体和交谈中的经济信息也会影响投资者。巴菲特知道很多企业会受到经济周期和通胀水平的影响，但是他知道自己和他人都无法对这些问题做出有效的判断，也就是说，不仅短期股价变化处在他的“能力范围”之外，宏观经济状况也处在他的“能力范围”之外。为了避免自己的投资对象受到不确定性因素的摆布，巴菲特坚持投资那些具有“市场专利”的公司，这些公司因为拥有经济商誉而具有持续的竞争优势，可以抵御通胀，并且能够在大环境出现问题时度过艰难时期。正是因为巴菲特寻找那些具有持久竞争优势的企业，所以他不必去在乎那些不可掌握的宏观经济变化。

第三步，买入公司，而非股票。无论是格雷厄姆还是费雪都强调投资的对象是公司，而非股票。而且**费雪比格雷厄姆走得更远，因为他强调投资是对处于动态中的公司进行立体式的研究，而非对静态中的公司进行平面式的研究。**所以，

费雪是一个商业大师，而格雷厄姆则是一位资产评估师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费雪比格雷厄姆更加强调投资是买入公司，而非股票。同时，费雪的方法要求巴菲特“亲近公司”，这就必然使得巴菲特没有太多时间和精力去关注股价。

第四步，管理投资组合。在这一步骤当中，巴菲特坚持“集中投资”原则，从中又可以看到费雪的影子，可以说巴菲特早年所谓的“85%的格雷厄姆，15%的费雪”早已经变成了“15%的格雷厄姆，85%的费雪”。**很多描写巴菲特的书都是采纳几十年前的材料，对于巴菲特思想的变化没有及时归纳，要知道巴菲特是一个不断“与时俱进”的投资者，这点与肯尼斯·费雪差不多，后者认为投资方法处在变动之中。**正因为巴菲特从菲利普·费雪那里获得了公司定性分析方法，所以将“集中投资”用得如此顺手，而“集中投资”又要求巴菲特做好公司的立体式调研，这就必须花费大量的时间和精力用于商业分析和调查，这些都使得巴菲特远离了证券市场，而亲近了商业运作。所以，巴菲特认为自己更像是一个商业分析家，而非证券交易者。

巴菲特是一个特立独行的人，这是R.G.海格史度姆下的定义。**“远离市场，亲近公司”这就是巴菲特投资步骤的核心，**我们就用这八个字来对巴菲特的投资步骤进行概括。巴菲特是一个特立独行的人，因为他远离市场，亲近公司，而那些平庸投资者则亲近市场，远离公司。

《荀子·劝学》：“蓬生麻中，不扶而直，白沙在涅，与之俱黑。”环境决定态度。

## 第七节　巴菲特的智慧法则六：集中投资

分散投资是无知者规避市场风险的手段，对于那些知道自己在做什么的投资者而言分散投资毫无积极意义。

——沃伦·巴菲特

集中兵力是军事学的第一定律。

——拿破仑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





（1）巴菲特的证券投资组合。

大师就是大师，总是走人较少的那条路。格雷厄姆开创了证券分析这个职业，他一直推动证券分析的职业化进程，今天很多分析师都是采用的格雷厄姆式的财务分析办法，并且将其分散投资的思想精细化为投资组合分析法。格雷厄姆的真正遗产是“安全空间”法则和关于“市场先生”的论述，但是现在的主流证券分析师似乎忘却了这些财富，至少很少有证券分析人士和机构投资者对“市场先生”进行**精细化的发展**。巴菲特发扬的东西被现在的主流证券投资者所丢弃，而巴菲特丢弃的东西却被主流证券投资者当作宝贝一样对待。

如何跟踪市场情绪？封面指数，小笔成交占比，期权比率等都是一些分析市场情绪的工具。

巴菲特扬弃了格雷厄姆的教诲，格雷厄姆晚年甚至认为自己以前那套方法已经不管用了，因为很多投资者都已经掌握了发掘“隐藏价值”的方法。但是，巴菲特认为格雷厄姆关于投资和投机的区分是非常有价值的，投资针对的是价值，投机针对的是价格，**价值基于收益，价格基于供求**。巴菲特放弃了格雷厄姆的分散投资理论，也就是现在所谓的证券投资组合优化。巴菲特认为那些不知道自己在做什么的投资者才需要持有大量的股票，并且保证在每一只股票上不投入过多的份额。巴菲特认为分散投资者的绩效肯定要比投机者的绩效好，特别是指数化投资者，也就是按照大盘成分股组成持股的投资方式，有专门的指数投资基金。但是，巴菲特又认为对于那些专业投资者而言，集中投资要好于分散投资。如果一个投资者对某几家公司非常了解，而且这些公司具有长期竞争优势，价格又比较合理，那么投资者可以将所有资金买进这几只股票，并作长期持有，定期审查即可。巴菲特认为如果能够找到那些超越平均水平的好公司就没有必要进行分散投资了。**就巴菲特的言论看来，他认为分散化投资比投机好，而集中投资比分散化投资好，但前提是交易者能够找到那些具有持续竞争优势的公司**。由此看来，能否采用集中投资与投资者是否能找到具有市场专利的公司密切相关，所以“集中投资”是与确认“市场专利”的能力密切相关的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在实际操作中，巴菲特也是言行一致的，他并没有采用一般意义上的证券投资组合策略。现在的证券组合策略的雏形是以证券分析之父格雷厄姆的分散投资理论为核心构建起来的。证券投资组合理论要求投资人对组合中每只股票的份额，所属行业和股票之间的相关程度都有精确的掌握，为了避免出现资产的较大波动，通常要求每只股票只能占整个组合的一个较小比例，也就是说要尽量分散投资。巴菲特则采取了一种与此相反的证券管理策略，他不会先固定单只股票的份额，也不会要求一定要持有多少只股票，同时更不会在意是否持有同行业的股票过多。他选择股票是从公司入手，首先分析公司是否具有长期竞争优势，然后看看公司的管理水平，最后选择在适当的价格买入。对于除此之外的因素，他基本上不会过于在意。想想看，巴菲特长期持有的股票，也就那么四五只，对于一个资产规模不小的投资公司而言，其投资肯定是不够分散的，但是巴菲特却不以为然，反而嘲笑那些什么**都买点的基金。**

我专而敌分！

巴菲特在投资上总是保持着独立的思维，甚至很多时候是逆向思维。1971 年，很多基金都卖出债券而大量买进股票，巴菲特认为此时好公司虽然非常多，但是价格合理的好公司却十分难找。1974 年情况发生了逆转，股票跌得一塌糊涂，这时候很多基金经理不想去碰股票，巴菲特却发现好公司变得太便宜了，于是大量买入股票。巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司持有的普通股市值从 1971 年的 1170 万美元上升到了 1975 年的 3900 万美元，到了 1978 年更是达到了 22000 万美元。从 1975 年到 1978 年，股市尽管出现了下跌，巴菲特还是保持了较高水平的盈利状态。巴菲特认为这得益于两个因素，第一是自己坚持集中投资那些具有长期竞争优势的公司，第二是在一个较低的价位买入这些公司的股票。伯克希尔·哈撒韦公司绝大多数的资金投入到了媒体和保险类股票中，这再次违反了现代投资组合理论关于投资行业分散的原则。虽然违反了某些理论和主流论调，但是巴菲特的长期绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





效却表明他做得很好。

巴菲特投资生涯中持股股票数目最多的时期是 1980 年，当时伯克希尔·哈撒韦公司一共持有 18 只市值超过 500 万美元的股票，除了传媒和金融保险行业，还持有三家矿业公司，一家零售公司，以及一家烟草公司，一家食品公司。除了矿业和保险金融公司之外，其他公司都属于日用消费品企业，这反映了巴菲特的投资组合相当集中于某些板块，这显然违反了现代资产组合理论。

1986 年，巴菲特通过伯克希尔·哈撒韦公司持有了 5 只股票，其中一家公司仅占 2.4%的份额，持有这家公司的股份是一个套利交易，此时巴菲特的投资主要集中于三家公司：华盛顿邮报、大都会/美国广播公司和政府雇员保险公司，这三家企业的投资占用了伯克希尔普通股票投资份额的 90%多，而整个普通股投资的资金量为 19 亿美元。这在当时也算得上是很大的资金了，却只投了三家企业。

巴菲特认为好的公司很容易使得自己做出买入或者持有的决定，但是那些情况不乐观的公司却很难让投资者下定决心，为了不碰这些烫手山芋，巴菲特坚决不买入那些可有可无的股票。坚持“宁缺毋滥”原则，是巴菲特集中持股的一个原因。

《左传·襄公二十六年》：“善为国者，赏不僭而刑不滥……若不幸而过，宁僭不滥”。

由于坚持持有最优质的股票，而且坚持在价格合理时才买入，这使得巴菲特买入股票的机会并不多，由于缺乏可以把握的投资机会，巴菲特很长时期持有少数几只股票，集中投资既是巴菲特投资方法的基础，也是投资方法的结果。费雪式的投资理念使得巴菲特无法对大量股票进行考察，同时，费雪认为在一家公司上多加研究可以得到更多的信息，**人的精力在一定程度上决定了其“能力范围”，有限的能力范围使得投资者必须集中于少数股票的研究**，而研究后值得投资的股票自然更少了。

巴菲特年轻时在纽约这个喧嚣之都工作过很长一段时间，他发现绝大部分投资者都在不断地试图找到更好的股票，“这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





山望着那山高”，到处急切地寻找下一只好股票，不断买进股票，生怕踏空一只牛股，这些都使得绝大部分投资者持有过多数目的股票。巴菲特认为天天到处搜罗新的投资对象，买进无数股票，不如耐心地等待一家具有长期竞争优势的公司出现。选择一家优质的公司长期持有，比那些成天买进卖出无数股票的做法强上百倍。同时关注多只股票让巴菲特无所适从，因为股票过多会使得他无法达到费雪要求的掌握程度，分析过多的公司和持有过多的股票只会使得巴菲特无法驾驭其“能力范围”。

**巴菲特建议投资者集中于特定公司的考察和投资，这些公司一是具有持久的竞争优势，第二要处在投资者的“能力范围”之内。**很少有公司能够同时满足上述两个条件，因此集中投资自然成为一种必然的结果。

巴菲特有一句名言为众多传记作家所传颂：“一个投资者必须假定自己一生只能决策 20 次，每当做出一个持股决策时，他就少了一次决策机会了。只有这样才能保持选股的质量。我一生的成就不过是十几次成功的决策的自然结果。”

**集中投资必然导致长期投资，因为集中投资的主要原因是可以挑选的股票太少，既然可供选择的股票太少，那就只有长期持有了。**巴菲特要求公司具备“市场专利”，同时该公司又处在自己的“能力范围”之内，符合这两个条件的公司当然少了。所以“市场专利”法则和“能力范围”法则自然决定了长期持股和“集中投资”法则。而“市场专利”法则和长期持股法则又是“复利原理”决定的，所以“复利原理”和“能力范围”法则决定了“集中投资”法则。至于“复利原理”为什么会决定长期投资和“市场专利”法则。前文已有所交代，在此不再赘述。

巴菲特的“集中持股”法则与费雪有很大关系，费雪和宏观经济学之父**凯恩斯**一样认为持有过多的股票种类会增加投资组合的风险，而且分散投资降低了那些能产生最高收益机会所占的份额，这违背了利润最大化的要求。同时由于巴

约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes，1883—1946 年)，现代经济学最有影响的经济学家之一。1936 年其代表作《就业、利息和货币通论》出版，立即在大危机后惊魂未定的西方世界引起轰动。西方学者对此评论道：“凯恩斯是在致命危机威胁资本主义世界时挽救和巩固了这个社会。”客观来说他的理论更多是官方的政策指南，而非高效的预测工具，而奥地利学派更胜一筹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





菲特并不关注持股后股价的短期波动，所以他能够忽视股票组合市值的暂时波动，从而坚定集中持股的决心。

凯恩斯是一个宏观经济学家，是凯恩斯主义的奠基人，巴菲特毕业于经济学专业，自然对这位巨擘非常熟悉，他在年报中经常引用凯恩斯的名言，我们下面就摘录一段 1991 年伯克希尔·哈撒韦公司年报中的巴菲特引自凯恩斯的语录："我日益相信所谓正确投资的方法就是大量买入那些你认为了解其管理水平和运营情况，并让你信任的公司。过度分散的投资必然使得投资者无法做到这一点，因为一个人的经验和精力都是有限的。以我为例，我能把握的公司一般不超过两到三家。"

（2）巴菲特集中投资的行业板块。

欧洲四大名将亚历山大、汉尼拔、恺撒和拿破仑都强调兵力集中的重要性，拿破仑甚至认为兵力集中是军事学上的第一定律。巴菲特的投资之道也是如此，作为一个经济学的学生，他在大学就应该熟悉利润最大化的资源分配原则，那就是将资本优先配置给那些能够带来最大收益的项目，而不是平均分配。作为一个资本管理者，巴菲特自已也身体力行此原则，同时他对那些投资对象的筛选也会用到这条规则，那些善于留存收益的管理者为巴菲特所青睐，巴菲特坚持每一美元的投资必须用到收益最大的地方，如果企业管理者不能找到更好的再投资项目就应该把资本以红利的形式返还给股东。

在股票投资中，巴菲特始终按照所要投资公司的长期收益状况来分配投资资金，首先将资本分配到几个投资对象之中收益最高的一个，如果还剩下资金则分配给收益第二高的一个，按照收益的高低排定资本分配的优先顺序，只有坚持这样的资本分配方案才能实现利润最大化。巴菲特在大学学习了多年的经济学，对于微观经济学的效用最大化原则和利润最大化原则应该是掌握得滚瓜烂熟，而且其经常提到的梅纳德·凯恩斯也是一位经济学家，此人曾经参与了第二次世界

物竞天择，适者生存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大战后的国际经济体系重建，在股票投资上也认为应该集中投资才能利润最大化。**平均化分配资本违背了经济学上的竞争定律，也就是通过竞争使得整体收益最大化。**巴菲特的方法是通过让各个潜在的投资对象凭借其自身的长期收益率来竞争巴菲特的货币选票，谁的收益率高，就先把资金分配给它，将稀缺资金按照效益和机会成本**进行配置。**

我们已经知道了巴菲特集中投资的第二步，那就是将资金按照收益率高低依次分配给潜在的投资对象。那么如何确定潜在的投资对象呢？这就涉及巴菲特集中投资的行业板块了。

前面我们已经讲到了“市场专利”与长期竞争优势是相关的，而长期竞争优势又是与企业的收益率高低相关的。巴菲特的投资对象主要集中在那些高于平均水平收益率的公司，这些公司基本都是具有较强“市场专利”的企业，如果一家公司的“市场专利”较弱，那么必须拥有一个能力卓越并且坦诚的管理层才行。

具有市场性专利的企业通常具有如下特征中的一条或者更多，而具有这些特征的企业一般就是巴菲特潜在的准集中投资对象，但是要成为真正的潜在集中投资对象则该企业还需要在巴菲特的“能力范围”之内。

第一，企业提供的是具有品牌的快速消费品，这类快速消费品具有重复消费的特征。

第二，企业需要借助广告来维护其产品的品牌价值和销售，同时利用广告的大额支出制造了进入壁垒，比如宝洁和可口可乐。

第三，具有渠道或者地域垄断性质的公司，比如发布广告的媒体和大的零售商。

至少符合这三个条件之一的行业板块就是巴菲特集中投资的行业板块。我们来看看都有哪些具体行业：

● 具有专利的制药厂，比如百时美、默克、辉瑞等具有专利的制药厂商。由于药品的需求价格弹性很小，所以专利用药在恰当的范围内可以保证一个较高的定价，除去当初高昂的研发成本和较低的制药成本，拥有专利的制药商可以在较长时期内保持一个较高的收益水平，而这正是巴菲特想要看到的情况。那些具有专利的制药厂通常都具有我们前面所说的配方型市场专利。

● 具有品牌的食品公司，比如箭牌口香糖公司等。这类公司的竞争优势在于它们的品牌已经深入人心，而且它们也具有某种程度的配方型市场专利。比如箭牌口香糖，箭牌几乎成了口香糖的代名词，中国的年轻人都知道箭牌口香糖，这就是箭牌公司的品牌效应所在。而且这类产品的消费量也特别大，至少是重复消费类产品，不像耐用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





消费品，比如汽车，重复消费量很小。

● 快速消费食品公司里面，还有一类比较特殊的，就是饮料和烟草类公司，比如百事可乐、可口可乐和一些著名的啤酒公司、葡萄酒公司，以及菲利普·莫里斯公司。这些公司的业务也非常简单，而且其竞争优势也多是配方型市场专利。

● 品牌日化产品公司。比如化妆用品、洗发护发用品、洗涤用品等，比如联合利华、宝洁和吉列公司。这些公司有着丰厚的利润率和较高的股权回报率，其品牌价值和市场销量都令人乐观。

● 品牌快餐连锁公司，比如麦当劳、肯德基和必胜客等，后面两家公司都隶属于百盛集团。快餐的消费量是巨大的，其密集的网络具有地域垄断性市场专利。

● 品牌服装公司，巴菲特持有耐克公司的股份，像一些著名的服饰公司都属于此范畴，比如阿迪达斯，路易斯·威登等。

● 广告代理商公司，电视、报纸、杂志等。这些公司具有地域垄断性专利，巴菲特非常热衷于媒体投资，他持有华盛顿邮报集团的股份和大都会/美国广播公司的股份，这两家公司占了总资金的很大比例。

巴菲特的投资集中于上述这些行业板块，前面我们已经提到了西格尔对长期以来美国经济中具有高股权回报率公司的统计，他发现日用消费品、医疗保健产品和服务以及能源三个行业板块具有最高的持久股权回报率，这与巴菲特集中持股的板块非常吻合。

（3）费雪的教诲。

谈到巴菲特的集中投资策略，就一定要谈到菲利普·费雪。费雪不仅坚定了巴菲特集中投资的方向，而且给予了巴菲特具体操作集中投资的可行方法。我们下面就结合费雪的名著《普通股的不普通利润》（又翻译为《怎样选择成长股》）来看看费雪集中投资的原始含义。

费雪在其传世名著中有两章是告诫投资者需要避免的投资习惯，其中专门提到了分散化投资问题。在费雪写作这本书的时候，分散化投资，或者说多样化投资已经在证券交易界占据了主导地位，支持这一做法的理论依据大致来源于证券分析之父格雷厄姆的主张，而最简单的论据通常是“把所有鸡蛋放进一个篮子非常危险”，所以投资也要讲求多样化和分散化。

费雪是这样反驳这一论调的，他认为**把鸡蛋放在需求不同的篮子，就会使得很多鸡蛋没有放到真正安全的篮子里**。套用到证券投资而言，就是说分散化投资会使得部分资金投到了收益率较低的证券上。另外，费雪还提到了“能力范围”问题，他认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





一笔30万美元左右的资金如果投到30只股票上是危险的，因为一个投资者根本不可能对30只股票有深入的研究。分散投资使得投资者对每只股票都了解不够，无形中将资产暴露在了无知的风险中。投资者将资金分散到过多的股票上，这就使得很多资金进入了他根本不了解的公司，买入不了解的公司对于价值投资者而言完全是灾难。所以，分散投资是一个会带来灾难的做法。

但是费雪并没有完全否认分散投资，他认为分散是否合理关键看程度是否合适，必须在投资者"能力范围"之内的分散才是合理的分散。对于如何确定合理的分散程度，费雪根据具体的三种投资环境给出了**各自的参考分散标准：**

费雪将成长性投资根据企业规模和风险收益特征分成了三个档次，然后给出大致的投资集中度参数。

第一种情况，对于所有投资都局限于那些经营稳固的大公司的成长性投资，投资的最低分散标准是买入5只这一类型的股票，也就是说每只股票占用的总资金不能超过20%。同时费雪补充道，这只是买入股票时的参考份额标准，如果在持股过程中，某些股票的增值快于其他股票，结果出现了份额的改变，比如某只股票的份额上升到了35%，则并不意味着需要重新**买卖调整份额**。投资这类公司时，必须要求五家公司之间的业务没有太多的重叠。不过费雪也认为如果了解充分，也不必拘泥于此条标准。巴菲特买入的很多公司都存在部分业务重叠的现象，但是这并没有妨碍巴菲特的获利能力。

费雪认为没有必要实施资产再平衡。

第二种情况，投资者的部分投资，甚至全部投资都位于规模适中、成长性适中的企业中，在这种情况下，投资者对于每只该类型的股票不能投资超过10%的份额，一般是8%~10%。而且费雪认为这类企业比那些稳健经营的大企业更难以识别。

第三种情况，投资者投资高风险和高收益的小公司。费雪认为这类公司的投资金额应该根据投资者自己的目标和投资的大环境去决定，但是要大致遵循两条原则：第一，千万不要把无法承担损失的资金用于这类高风险的投资。第二，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资金规模较大的投资者在初次投资缺乏相应实际经验时，应该将单家公司的投资金额控制在总金额的5%以内。

从上面我们可以看出，费雪将成长性投资根据企业规模和风险收益特征分成了三个档次，然后给出了大致的投资集中度参考意见。他的建议就是**企业规模越大应该给予越多的投资资金比例，风险越高则应该给予越少的投资资金比例。**费雪这种大致的规则后来被林奇进一步发展了，林奇将企业分成了六大类型，在此基础上进行投资组合，在本书第四章当中，我们将谈到这一问题。

最后我们引用菲利普·费雪的一句话："证券投资的数目过多通常不是明智投资者的做法，这往往反映了投资者对于投资对象的不确定性程度很高，也就是说投资对象很可能并没有处在投资者的认知和掌握之中，至少表明投资者对于投资对象缺乏更深入的了解，这也是分散化投资的一个原因。**投资者应该认识到分散化必然以集中化为前提，只有首先找到了少数适合投资的对象再进行分散化投资才是正确的选择。如果为了逃避选股的劳累而过度地分散化投资，无疑会伤害到自己。**"

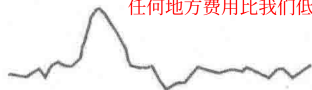
如果为了逃避选股的劳累而过度地分散化投资，无疑会伤害到自己。在这个问题上笔者是吃了不少亏的。

（4）巴菲特的集中投资策略。

巴菲特在投资之初就下意识地认识到了集中投资的好处，但是直到碰到费雪和查理·芒格后才坚定了这一看法，并且找到了与集中投资配套的选股方法。这些方法受到了费雪和彭博的影响，主要集中于两点：第一，寻找那些具有"市场专利"的公司；第二，寻找那些处在自己"能力范围"内的公司。通过运用"市场专利"法则和"能力范围"法则，部分成功地建立了其与集中投资策略匹配的选股方法。本章的第三节和第四节分别讲述了"能力范围"和"市场专利"投资法则，如果看到目前你还不甚明了的话，建议你在复习一下前面的这两个部分。毕竟巴菲特的"集中投资"法则与此密切相关。

有人将巴菲特的集中投资策略分为四个子项目，可以将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





其列出来，与上述阐释做一个比较。笔者认为**集中投资策略主要是依靠寻找那些既有“市场专利”内又处在“能力范围”的公司，然后将资本按照其具有的竞争优势程度进行优先分配，以此达到利润最大化的投资目的。**集中本身不是目的，而是手段，有时候甚至是结果。

将巴菲特的集中投资策略划分为四个子项目，其中有一些是我们已经直接和间接提到过了的。

第一，在能力范围内对公司进行深入的了解，也就是对公司进行较为周全的立体分析，从财务到公司运营、管理层水平以及实地调研等。要进行集中的投资，就需要对公司有较为全面和深入的了解，这是格雷厄姆式的投资方法所不具备的。在聆听了费雪和其他极为著名的商业专家的教诲之后，巴菲特已经形成了自己独特的投资选股标准。但是，他的思想核心还是围绕着费雪的理论展开的。同时，巴菲特还是第一个根据持续竞争优势进行投资的著名投资家，这是其儿媳妇指出的。这一点是巴菲特从商业分析家彭博那里学到的，费雪对此的论述并不充分。通过投资那些具有持续竞争优势的公司，巴菲特可以获得长期高于平均水平的回报率。由于具有持续竞争优势的行业和企业非常少，大部分的企业都是没有长期竞争壁垒的公司，所以通过这样一筛选，能够投资的对象自然就减少了。

巴菲特分析公司经常使用我们前面提到的商业准则、财务准则、管理准则和市场准则。通过这一套方法，巴菲特可以对企业进行深入的了解，通常要完成上述四个准则的测试必须进行很多财务以外的工作，这些工作需要通过各种渠道去完成，而这些渠道都是需要离开枯燥的报表的。

能够通过巴菲特四个筛选准则的公司非常少，虽然好公司一直都有，但是很多公司的股票却无法通过市场准则。正是因为这样，巴菲特的集中投资就变成了长期投资，两者合二为一了。

第二，在大概率事件上下注。格雷厄姆从事过长期的保险业务，应该对精算有深入的了解，所以他知道市净率过低的企业，也就是那些股价相对于每股净资产很低的企业大多数都会在一段合理的时间内出现价格回归资产价值的运动。但是，格雷厄姆很难确定某一只股票是否一定会出现回归运动，所以他利用了分散投资。通过分散他可以把握住价格回归资产价值的这类运动，因为这是一个大概率事件。只要投资足够多的这类企业，并将投资资金平均化，一定可以得到一个正值的预期收益。虽然巴菲特早年对保险公司也有过深入了解，后来也努力介入保险业，但是他却没有通过分散化来利用大概率事件。他采用的办法是大概率事件上下大注，中等概率事件上下小注，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





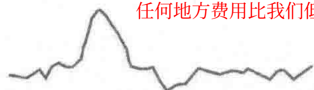
小概率事件上不下注的方式来运作投资的。另外，他还要考虑收益问题，收益越高则下注越大，这样通过考虑概率和收益的预期收益，巴菲特可以进行合适资金比率的投资。根据预期收益值，也就是概率乘以收益来分配资金早在职业赌徒那里就已经形成了体系，这成为了概率论和数理统计的基础。**巴菲特在大学念的是经济学，彼得·林奇和索罗斯念的也是经济学，而经济学都要学概率论这门课程，所以想必这些大师都是精通概率思维的人。**而格雷厄姆则更不用说了，因为在大学他的兴趣几乎集中于数学之上，这也难怪他以后建立了以定量为基础的证券分析方法。

第三，降低交易频率。巴菲特生性似乎有些"懒惰"，他自己也曾打趣地承认这一点，不过懒惰也给了他不少好处，那就是降低了交易的频率。集中投资者都是那种欲望较少的人，或者是意志坚定能够经得起市场诱惑的人。巴菲特承认"市场先生"和群体行为的巨大干扰，所以他选择了远离华尔街，远离喧嚣的人群。通过独处他降低了本身的欲望。**有时候为了赚更多钱，反而要放下赚钱的强烈愿望，这真是高手们经常遇到的瓶颈和难题。**巴菲特也明白，为了提高收益水平，就要避免被"市场先生"的乐观精神诱骗。无论巴菲特采取了什么措施来降低频率，我们都首先问问为什么自己的交易频率这么高。交易频率高的原因通常只有一个，但是交易频率低的原因却有很多个。交易者的交易频率高是因为他们经常面对不确定的损失和不确定的收益，当不确定感很强的时候他们就会转换投资，只有当一个人对头寸十分了解，进而有把握的时候他才会有坚定持股的信心，也才能集中持股。想象一个没有婚姻责任感，或者经不起诱惑的男子，他要么有了婚外情，要么就会经历好几次婚姻。前一种情况叫作过度分散投资，后一种情况叫作交易频繁。

《论语·公冶长第五》：子曰："吾未见刚者。"或对曰："申枨。"子曰："枨也欲，焉得刚？"

第四，忽略短期的价格波动。如果一个交易者对短期价格波动非常敏感和在乎，则他很难坚持持股，如果不能坚持持股，通常也会分散投资。短线交易者的账户里面会出现一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





种周期性的现象，当盈利增加时，投资者会加入其他品种的头寸，因为他们觉得有利润可以作为“赌资”了；当亏损增加时，投资者也会买入其他品种的头寸，因为他们觉得需要在其他地方找回损失。短期价格的急剧变化一定会引起账户的盈亏，而那些关心短期盈亏的人一定会因此而坐立不安，心烦气躁，最后十有八九会忍不住而增加其他品种的投资，这样分散化投资就形成了。

长年从事人工的短线交易伤血耗气，难得长寿。

这种将集中投资归纳为四个子项目的提法其实有很多重叠的地方，因为“远离市场”可以起到忽略短期价格波动的作用，而忽略了短期价格波动则可以降低交易频率。只要把握了那些具有“市场性专利”企业，则预期收益值较高的大概率事件也就找到了，同时那些处在“能力范围”之内的企业则具备进一步选择的资格。所以，我们认为本章归纳出来的巴菲特六大智慧法则可以合理和有逻辑地囊括巴菲特的关键投资精华思想，而且这六大智慧也具有具体的指导意义，不像有些论调那样模糊和不具可行性。

## 第八节 巴菲特选股方法总结

沃伦·巴菲特认为，如果股价下跌不是公司本身的原因造成的，那么这一个原因就足以促成投资者买进一家公司。

——玛丽·巴菲特

他的基本投资策略就是在较低的价格买入那些具有持续竞争优势的公司。

——D.克拉克

（1）巴菲特式选股的适应对象。

巴菲特继承了格雷厄姆的安全边际，或者说安全空间理念，对于风险，巴菲特是非常厌恶的，他创造出来的投资方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





法也是以低风险为主。所以巴菲特的方法适合那些风险厌恶性的投资者。另外，巴菲特的投资方法不需要短期内的频繁交易，巴菲特甚至认为一生当中进行二十几次较长期的交易就够了。**巴菲特认为投资者的主要精力应该放在研究公司上，而不是关注股票市场的起落。股票市场只是为投资者提供一个买卖好公司的平台，并在"市场先生"糊涂的时候捞一把。**对于那些投资时间不是很充裕的投资者而言，巴菲特的方法确实具有很大的可操作性。但是巴菲特要求投资者必须对公司非常熟悉以便通过集中少数几家公司就能够取得风险较低，而收益较高的投资绩效。巴菲特的投资期限一般在 10 年以上，当然他也做资金规模相对较小的其他类型交易，不过他的主要财富都是通过长期持有那些具有持续竞争优势的公司得到的。

什么时候对手盘会非理性地交出好的公司？情绪主导他们的时候！

巴菲特的方法与格雷厄姆存在很大的区别，可以说是根本性的差异，成熟后的巴菲特应该说更像费雪，而不是格雷厄姆，所以那些希望成长性和研究商业运作的投资者可以学习巴菲特的方法。**巴菲特认为自己是一个商业分析家，而不是证券交易者，**这并非巴菲特故作高深，而是肺腑之言。巴菲特进行股票投资的时候离市场很远，但是对公司经营的各个方面却非常有兴趣，他得出的研究结果与很多商业分析专家的结论相同，同时可以看出他对商业模式和竞争优势的分析深深打上了商业分析家的印记。**具备产业知识和竞争战略理论以及实践经验的人可以好好学习巴菲特的投资方法。**

总体而言，巴菲特的方法适合那些喜欢商业研究的长期投资者，对于偏爱竞争优势理论和投资心理研究的投资者也非常适合。

（2）巴菲特的关键投资理念和智慧法则。

巴菲特的关键投资理念有：买入公司，而不是股票；对一家公司的经营和管理应该有深入的了解；持有那些具有竞争优势的公司的股票；明确自己知道什么，不知道什么；等等。这些总结你经常会在有关巴菲特的传记类作品中看到，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们在本章的第二节到第七节进行了更为系统化的归纳。

首先，巴菲特的成功得益于其不断学习的精神，从小受到其父的商业和投资行为熏陶，这些都是有利的先天影响，暂且不论，不过后来他进入大学后发奋攻读了上百本投资类书籍，其中还包括技术类投资专著，这些都没有满足其要求。后来，他幸运地读到了格雷厄姆的《聪明投资者》一书，从此找到了自己的方向，之后到哥伦比亚商学院直接受教于格雷厄姆本人，毕业后有过一段与格雷厄姆共同工作的经历。这些求教于格雷厄姆的经历，使得巴菲特由一个没有任何章法的投资者逐渐成为一个思维严谨，具有风险意识和控制能力的价值投资者。这是巴菲特的第一次飞跃。但是巴菲特在具体实践中发现格雷厄姆的有形资产评估法与自己的集中投资风格并不符合，因而陷入实践和理论两方面的困境，此时遇到查理·芒格和菲利普·费雪，从这两人身上巴菲特找到了解药，通过进行公司经营和管理方面的分析，巴菲特成功地将集中投资方法与费雪的动态价值投资法结合起来了。这是巴菲特的第二次飞跃。2000 年前后，巴菲特的投资开始扩展到了证券之外，在银价最低时买入白银，不断卖空美元，这表明巴菲特开始将价值投资的范畴扩大到了股票和债券之外，这是巴菲特的第三次飞跃。巴菲特通过不断进步，取得了前所未有的投资成就，这些最终都归功于巴菲特的**“与时俱进”法则**。在“与时俱进”法则的推动下，巴菲特先后学会了“远离市场”法则，“集中投资”法则，“市场专利“法则等。

巴菲特的第四次飞跃是大举介入 IBM，他为什么会对科技股感兴趣呢？

大家可以独立思考一番，各抒己见。

“远离市场”是为了更好地进行价值投资，避免了市场的干扰，同时可以更好地观察市场，从而利用市场的周期性癫狂进行买卖，这就是巴菲特“远离市场”法则的实质。“远离市场”同时也促进了“集中投资”和长期投资，后者又是“复利原理”发挥作用的一个因素。

“复利原理”是巴菲特能够积累如此多财富的一个关键法则，财富的指数化增长取决于两个因素：一是投资的期限；二是投资的收益水平。前者由长期投资达成，通过“远离市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





场”来避免交易冲动，从而排除那些“能力范围”之外的交易对象，缩小投资选择，通过“集中投资”避免了过多持股的冲动，也在一定程度上促进了长期投资。提高收益水平，主要依靠持有那些具有“市场专利”的公司，这些公司具有持久的竞争优势，通常处于日常消费部门和医疗保健部门。

我们可以看到，巴菲特的方法以“复利原理”法则为统辖，以“市场专利”法则为核心建立起来。他的投资哲学大致是这样延伸开来的：为了积累大量财富，就必须利用“复利原理”，因为指数化增长快于算术增长。“复利原理”法则的具体运用要从两个方面入手，一方面，一是延长投资期限，增大复利的指数部分，要做到这点一要“远离市场”，二是“集中投资”。运用复利原理的另一个方面是提高复利水平，这增大了复利的幂部分，要做到这点最为关键的是要“集中投资”于拥有“市场专利”，而且在“能力范围”之内的企业。其实，通过了“市场专利”筛选又处在“能力范围”之内的企业毕竟是少数，这又反过来促进了“集中投资”和长期投资。

巴菲特投资法则有六个，“与时俱进”是个动力系统，是个前提，然后以“复利原理”作为主体，从中衍生出其他几项法则。巴菲特的投资体系是一个圆融的整体，这反映了巴菲特圆融贯通的个性风格。

（3）巴菲特投资法则的两个版本。

对于巴菲特的具体投资步骤和选股方法存在两个比较权威的版本，这两个版本都是基于巴菲特此前的投资历史和年报得出的，而且这两个选股方法的定量化和定性化都做得比较好。第一个版本是 R.G.海格史度姆总结出来的，他的这个版本得到了彼得·林奇和肯尼斯·费雪的推荐，而且他对巴菲特为伯克希尔·哈撒韦公司写的年报研究非常透彻，对于巴菲特的操作账目了如指掌。第二个版本是巴菲特的前儿媳和一友人提供的，这一版本覆盖了巴菲特在新千年前后的一些重要交易。两个版本相差 10 年左右。对于巴菲特本人是否采用了相同的投资步骤和法则，我们不作评价，但是我们认为这些版本确实包含了巴菲特某一段成长和投资历程的影像。下面我们就来分别谈谈这两个版本的巴菲特投资法则。

第一个版本是 R.G.海格史度姆归纳出来的，大约是在 20 世纪 90 年代中期，期间巴菲特投资了白银，投资了外汇，还经历了互联网**泡沫的破裂**。R.G.海格史度姆将巴菲特的投资法则分为四步，前面我们已经提到过了，这里简要回顾一下，详细的内容请结合本章第六节的相关段落学习。

R.G.海格史度姆版本的巴菲特投资法则包括四个步骤，关键是第三个步骤。四个步骤分别是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



R.G. 海格史度姆的版本相对现在的巴菲特而言，很多地方存在商榷的余地，关键差别在于现在的巴菲特对商业竞争的看法更加深刻了。

- 第一步，远离股票市场。
- 第二步，忽略经济变化。
- 第三步，买入公司，而不是股票。
- 第四步：关注持有股份的相应公司的变化，进行头寸管理。

其中第三步具体包括了四项选股准则：

第一，商业准则。

1）公司的业务是否简单明了。

2）公司的经营历史是否连贯。

3）公司的前景如何，成长性如何。

第二，管理准则。

1）高级管理者是否对股东诚实，敢于承认自己的失误。

2）高级管理者是否理智，善于留存收益。

3）高级管理者是否能够抵御群体行为。

第三，财务准则。

1）公司的股权回报率如何。

2）公司的利润率如何。

3）公司的自由现金流或者是“股东收益”如何。

4）留存收益的增值情况如何，是否得到了有效的使用。

第四，市场准则。

1）公司的内在价值如何，也就是公司的未来现金流贴现后的水平如何。

2）股价是否低于公司的内在价值。

接着我们来看第二个版本，这版本是由玛丽·巴菲特同巴菲特家族的一个友人一起总结出来的，时间大致在千禧年后一两年。这个版本的巴菲特投资法则涵盖了新经济时期巴菲特所做的投资，其版本赖以生成的样本更加广泛，具有更好的代表性，**最为重要的一点是这个版本首次强调了“市场专利”在巴菲特投资体系中的关键地位**，这在上一个版本是看不到的。下面我们就来看看玛丽·巴菲特版本的巴菲特投资法则。这一版本共包含了两大步骤，一共14条子项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第一部分，**考察公司质量。**

> 第一部分是商业分析。

**1）公司是否具有持久竞争优势。**

2）投资者是否清楚该公司产品的用处。

3）20年后该产品过时的概率有多大？

**4）该公司的资金是分配给具有持久性竞争优势的业务吗？**

5）公司过去10年的每股盈余和其增长率是否较高（横向比较）？

6）公司过去10年的股权回报率是否较高（以15%作为门槛）？

7）公司过去10年的资本回报率是否较高（横向比较）？

8）公司的偿债能力如何，需要多少年才能偿还清目前账目上的长期债务？

9）公司是否正在积极回购股票？

10）公司具有定价能力吗？能否抵御通胀的侵蚀？

11）公司需要大量的资本支出来更新固定资产吗？

第二部分，**考察股票价格。**

> 第二部分是估值。

**12）股票价格处于市场性恐慌下跌吗？是否出现暂时性的糟糕情况导致股价下跌？**

**13）市盈率的倒数与国债长期收益率比较起来是否具有吸引力？**如果市盈率较高，则其倒数较小，这种情况下，股票就缺乏吸引力。市盈率又称本益比，是每股收益除以股价得到的一个比率，价值投资者经常使用这一比率判断股价是否存在过高的可能。

> 逐利是资本的本性，比较不同资产收益率的差异可以得出资金的流向。巴菲特虽然不关注资金的流向，但是估值水平高低却能对资金的流向产生客观的影响，而资金流向必然影响价格。

14）根据10年每股收益的年增长率推算年复合回报率是否可观？

第二本版本的方法与晨星公司使用的价值投资策略非常相似，据说晨星公司最初是根据巴菲特的理念建立起来的。另外，香港价值投资大师林森池也常用类似的策略，**这三个版本的投资策略，都有一个共同点：重视企业的持久竞争优势。用我们的话来说，就是巴菲特的投资体系很可能是以“市场专利”为核心建立起来的。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

## 三代价值投资大师

对于各位大师而言，本杰明·格雷厄姆是在“安全空间”的基础上提出了“投资为王”的主张，“安全空间”法则是他投资体系的核心，而后面将要提到的三位大师各自的核心思想分别为：沃伦·巴菲特以“市场专利”法则为投资体系的核心；彼得·林奇以“成长为王”法则为投资体系的核心；乔治·索罗斯以“反身回归”法则为投资体系的核心。

**本杰明·格雷厄姆是第一代价值投资的典范，**他以有形资产作为价值评估的基础，这是一种动态的价值评估。

**沃伦·巴菲特是第二代价值投资的典范，**他更多地考虑的是可以提供持续竞争优势的无形资产的价值，而无形资产的价值基本上可以算作是动态价值评估的基础，但却不是动态价值评估本身。

**乔治·索罗斯**虽然“自学成才”，但是他也使用了与本杰明·格雷厄姆类似的投资理念，而且他主要是将价值投资的方法运用于更广泛的资产，由于他投资的期限较短，价值动态变化可以不考虑，所以他主要是利用当前价值和价格的差异进行投资，这也是一种静态价值。早期他运用于存在隐藏价值的欧洲公司，后来运用于价值高估和低估的国别证券——外汇，其实外汇就是国家发行的股票，他也算是**第二代价值投资的典范。**

**彼得·林奇**近乎菲利普·费雪的化身，他比沃伦·巴菲特走得更远，他将闲聊技术和成长性技术纳入了价值投资的范畴，他根据成长性来投资，基本上他以收益和成长性作为价值评估的基础，这就是动态的价值评估了。所以，**彼得·林奇是第三代价值投资的典范。**

【顶级交易员】公众号栏目设置



1.盘前热点和新闻概览
2.题材池
3.帝娜大周期观察
4.历史与现实
5.客座研究员
6.观点交锋
7.海外精选
8.交易哲学与策略
9.品种精析
10.地缘政治和币缘宏观
11.一个交易者的环球游记
12.交易者的故事
13.指标下载和疑问解答指引

网址：www.E-mp.com.cn




定价：108.00元（上、下册）